Risikoprobleme im Kredit

Eine Untersuchung über den Einfluß des Risikos auf Kreditgewährung und Zinshöhe

---

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der Doktorwürde

der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät

der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt a. M.

vorgelegt von

Josef Prim

aus Trier

Großbetrieb für Dissertationsdruck von Robert Noske in Borna-Leipzig

1936

Referent: Professor Dr. Dr. Fritz Schmidt
Korreferent: Professor Dr. Wilhelm Kalveram

Tag der mündlichen Prüfung: 1. August 1934

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Erscheint gleichzeitig unter dem Titel
„Risikoprobleme im Kredit, eine Untersuchung über den Einfluß
des Risikos auf Kreditgewährung und Zinshöhe“ im
Verlag Robert Noske, Borna Bezirk Leipzig

Vorwort.

Nach umfangreichen Vorstudien auf den Gebieten des Kreditwesens und des Risikoproblems hat sich der Verfasser mit der vorliegenden Arbeit die Aufgabe gestellt, die drei großen Risikoprobleme im Kredit: Vertrags-Erfüllungs-, Zins- und Kaufkraftrisiko zu untersuchen.

Sinn und Zweck der Untersuchung ist es, mit Hilfe der Erkenntnis der Risikoquellen und ihrer Auswirkungen die Möglichkeiten einer wirklichen Risikobekämpfung aufzuspüren und auf ihre Durchführbarkeit zu prüfen. Wesentlich ist es hierbei, die untauglichen Versuche von denjenigen zu scheiden, die tatsächlich in der Lage sind, die Risiken erfolgreich zu bekämpfen. Da das ganze Problem von der Risikoseite aus gesehen und angefaßt ist, muß verschiedentlich eine von der üblichen abweichende Einteilung der Kreditgeschäfte und ihrer Sicherung erfolgen.

Von den Risiken im Kredit ist das Kaufkraftrisiko bisher ganz besonders von der Literatur vernachlässigt worden. Aber gerade dieses Risiko kann die weitaus stärksten Wirkungen auf das Kreditleben und darüber hinaus auf die Gesamtwirtschaft ausüben. Hier versucht die vorliegende Arbeit eine empfindliche Lücke auszufüllen. Der Verfasser fußt in diesem Teil der Arbeit ganz auf dem Tageswertgedanken, den wir den grundlegenden Werken seines verehrten Lehrers, Herrn Professor Dr. Dr. Schmidt, verdanken.

Die Durchführung der Arbeit war nur dadurch möglich, daß dem Verfasser auch Einblick in die praktische Kreditgewährung verschiedener Stellen gegeben worden ist. Außerdem durfte er sich des Rates und der Auskünfte mehrerer Herren einer deutschen Großbank sowie des Leiters einer kommunalen Sparkasse bedienen. Bei Gelegenheit einer Reise nach den Vereinigten Staaten im Sommer 1933 war es ihm möglich, sich mit Herren einer der größten amerikanischen Banken auch über das Kreditproblem in den USA. wie Indexwährung usw. zu besprechen. Der Verfasser dankt hiermit nochmals allen diesen Stellen für ihr gezeigtes Entgegenkommen und die gewährte Hilfe.

Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41547418_0034

Inhalt.

Seite

A. Aufgabestellung und Abgrenzung der Arbeit 1

B. Die Bedeutung des Risikos für Kredit und Zins 4

a) Der Kredit 4
b) Der Zins als der Preis des Kredites und seine Bestandteile . 5
1. Die Vergütung für die Überlassung des Nutzungsrechtes, der Nettozins 5
2. Die Risikoprämie als Selbstkostenfaktor für den Kreditgeber 7
3. Die weiteren Kreditselbstkosten 10
c) die Schwankungen der Zinssätze durch Angebot und Nachfrage 10
1. Die täglichen Schwankungen an kurzfristigen Märkten . 12
2. Saisonschwankungen 14
3. Schwankungen im Konjunkturablauf 16
d) Verschiedenheiten der Zinssätze, verursacht durch Risikoprämien 20

C. Die Risikoarten 24

I. Das Vertragserfüllungsrisiko 25
a) Quellen 26
1. Die persönlichen Verhältnisse des Kreditnehmers 26
2. Die Verhältnisse des Wirtschaftszweiges, in dem der Kredit seine Verwendung findet 27
3. Die allgemeinen Verhältnisse der Wirtschaft 27
b) Die Auswirkungen des Vertrags-Erfüllungs-Risikos 28
1. auf die Kreditrückzahlung 29
2. auf die Zinszahlung 30
c) Übernahme des Vertrags-Erfüllungs-Risikos in voller Höhe bei der Kreditgewährung 31
1. durch den Kreditgeber gegen Berechnung einer Risikoprämie im Zins 31
2. Möglichkeit der subjektiven Risikoverteilung auf mehrere Kreditgeber 33
3. Abwälzung auf Dritte durch Versicherung 34
d) Die Möglichkeiten der Bekämpfung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos im Kredit 35
1. Vertrauensstärkung im gesamten Wirtschaftsleben . . . 35
2. Versuche der Praxis, bei den einzelnen Kreditarten das Vertrags-Erfüllungs-Risiko auszuschalten oder zu dämpfen
aa) beim Kreditverkauf durch Eigentumsvorbehalt an der verkauften Ware 36

Seite

bb) beim Wechselkredit 38
α) nicht reichsbankfähige Wechsel 38
β) reichsbankfähige Wechsel 39
γ) Privatdiskonte 41
δ) Zusammenfassung 41
cc) beim Kontokorrentkredit 44
α) Personalkredit 44
β) Realkredit. Sicherung durch 47
aaa) Lebensversicherungspolice 48
bbb) Verpfändung von Buchforderungen 49
ccc) Sicherungsübereignung von Waren 49
ddd) Wertpapiere 51
eee) Sicherungshypothek 53
γ) Zusammenfassung 54
dd) bei Beleihungskrediten 57
α) Reportgeschäft 57
β) Lombardkredit 59
γ) Rembourskredit 64
δ) Hypothekarkredit 68
ee) am Börsengeldmarkt 73
α) Erste Adressen (ungedeckte Kredite) 74
β) Zweite Adressen (gedeckte Kredite) 75
ff) beim Anleihekredit 76
α) Sicherung durch vorhandene Vermögensteile . . 77
β) Risikominderung durch Börsenzulassung 78
γ) Mündelsicherheit 80
3. Projekte der weiteren Bekämpfung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos 81
aa) Kollektive Kreditkontrolle 82
bb) Vorschrift der „Einzigen Bankverbindung“ 84
II. Das Zinsrisiko 85
a) Die Quellen des Zinsrisikos 85
1. Gleichzeitige Zinsunterschiede am Kreditmarkt 85
2. Zinsschwankungen während der Laufzeit des Kredites . . 86
b) Die Auswirkungen des Zinsrisikos 87
1. Auf den Zins 87
aa) Die gleichzeitigen Zinsunterschiede 88
bb) Die Verschiebungen im Laufe der Kreditfrist 88
α) Zinssteigerung 89
aaa) Auswirkung auf den Kreditgeber 89
bbb) Auswirkung auf den Kreditnehmer 91
β) Zinssenkung 91
aaa) Auswirkung auf den Kreditgeber 91
bbb) Auswirkung auf den Kreditnehmer 94
γ) Das Schwanken der Zinssätze während der ganzen Kreditfrist 94
2. Auf die Kreditsumme 95
aa) Zinssteigerung 95
bb) Zinssenkung 99
c) Die Bekämpfungsmöglichkeit des Zinsrisikos 102
1. soweit es aus den gleichzeitigen Zinsunterschieden entsteht 102
aa) durch Zinskalkulation des Kreditgebers 102
bb) Durch Risikopolitik des Kreditnehmers 102

Seite

2. soweit es aus den Schwankungen der Zinssätze während der Kreditfrist entsteht durch 103
aa) Marktbeobachtung 104
bb) Schaffung von Realisierungsmöglichkeiten 107
cc) Nachträgliches Angleichen der Zinssätze durch Kündigung und Konversion 108
dd) Übergang zu variablen Zinssätzen 110
III. Das Kaufkraftrisiko 115
a) Voraussetzungen des Kaufkraftrisikos 115
1. Die Kaufkraftänderung des Geldes 115
2. Die nominelle Bindung der Kredite 118
b) Die Ursachen der Kaufkraftänderung des Geldes 118
1. Der technische Fortschritt 118
2. Veränderungen des Geldumlaufes 119
aa) Inflation 120
bb) Deflation 120
3. Staatliche Zwangseingriffe in die Preisgestaltung . . . 121
4. Preisverschiebungen im Konjunkturverlauf 122
5. Zusammenwirken der einzelnen Ursachen 126
c) Die Auswirkungen der Kaufkraftänderung des Geldes . . . 128
1. Kaufkraftsteigerung 129
aa) auf den Kreditgeber 129
bb) auf den Kreditnehmer 131
cc) auf die Gesamtwirtschaft 133
2. Kaufkraftsenkung 134
aa) auf den Kreditgeber 137
bb) auf den Kreditnehmer 138
cc) auf die Gesamtwirtschaft 138
3. Erfolgt eine selbsttätige Heilung der Auswirkungen durch spätere Kaufkraftentwicklung in entgegengesetzter Richtung? 139
d) Möglichkeiten des einzelnen Unternehmers, sich den Auswirkungen des Kaufkraftrisikos zu entziehen durch 141
1. das Prinzip der Wertgleichheit 141
2. Berechnung einer Risikoprämie im Zins 147
e) Zentrale Bekämpfung des Kaufkraftrisikos 154
1. Durch Verhinderung oder nachträgliche Heilung der Kaufkraftänderung des Geldes (unter Beibehaltung der nominellen Bindung der Kredite) 154
aa) Ursachenbekämpfung durch Vermeiden von 154
α) Inflation 154
β) Deflation 155
γ) Zwangseingriffen in die Preisgestaltung 155
bb) Nachträgliche Korrektur durch Herbeiführung einer gegenteiligen Kaufkraftentwicklung 156
cc) Vermeidung der Industriekonjunktur durch allgemeine Einführung der Tageswertrechnung 158
dd) Verhinderung der Kaufkraftänderung des Geldes durch die Indexwährung 163
2. Durch Lösen der Kredite von der nominellen Bindung . 167
aa) Anpassen an die Kaufkraftänderung des Geldes durch
α) Aufwertung 167
β) Abwertung 169

Seite

aaa) Zinsabwertung 170
bbb) Kreditabwertung 170
bb) Grundsätzliches Aufgeben der nominellen Bindung der Kredite und Anschluß an einen Kaufkraftindex . . . 177
α) Die verschiedenen Kaufkraftindices 180
aaa) der Index der speziellen Kreditverwendung 180
bbb) Branchen- oder Warengruppenindex . . . 182
ccc) Index der allgemeinen Kaufkraft des Geldes im Realgütermarkt 183
β) Durchführung des Indexkredites 184
aaa) der amtliche Großhandelsindex 184
bbb) Errechnung des wirklichen Kaufkraftindexes 186
ccc) Allgemeinverbindlichkeit des Kaufkraftindexes für alle Kredite 187
γ) Auswirkungen des Indexkredites 188

D. Zusammenfassung der Ergebnisse 194

Literatur.

Albert, Die geschichtliche Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland 1895—1908. Leipzig 1910.

Auler, Wilh., Das Pfandbriefgeschäft als Kapitalquelle der deutschen Hypothekenbanken. Berlin 1926.

— Hypothekarkredit. — HWBetrW. Bd. III S. 233 ff. Stuttgart 1927.

Beckel, Alex, Statik und Dynamik in der Betriebswirtschaftslehre. In Betriebs- und Finanzwissenschaftliche Forschungen, II. Serie Heft 29, Berlin u. Wien o. J.

v. Beckerath, H., Kapitalmarkt und Geldmarkt. Jena 1916.

Behnsen, Henry, Genzmer, Werner, Die Ausschaltung des Währungsrisikos. Leipzig 1923.

Bente, Hermann, Kapitalabwertung und Wirtschaftskrise. Tübingen 1932.

Berg, Karl, Abzahlungskredite. Der praktische Betriebswirt 12. Jahrg. 1932 S. 288 ff.

Beutler, Robert, Die Reichsbank. Berlin u. Leipzig 1909.

Bichmann, Der Zinsfuß seit 1895. Berlin 1912.

Blum, Eugen, Die deutschen Kreditmärkte nach der Stabilisierung. Berlin 1929.

Blum, Gustav, Selbstkostenermittlung im Bankgewerbe. Berlin 1926.

v. Böhm-Bawerk, Eugen, Kapital und Kapitalzins. I. Abt.: Geschichte und Kritik der Kapitalzinstheorien. 4. Aufl. Jena 1921.

Bonn, M. J., Währungsprojekte — und warum? Berlin 1932.

Buchner, Hans, Grundriß einer nationalsozialistischen Volkswirtschaftstheorie. München 1932.

Bühn, Hermann, Die Konsumfinanzierung. Diss. Heidelberg.

Cassel, Gustav, Theoretische Sozialökonomie. Leipzig 1918.

Culemann, Hans, Kreditschutz durch die Branche. Berlin 1932.

Dessauer, Marie, Die Big five, zur Charakteristik der englischen Depositenbanken. Stuttgart 1933.

Diehl, Karl, Theoretische Nationalökonomie. Bd. IV, Die Lehre von der Distribution. Jena 1933.

— Zins und Zinstheorie. Artikel in „Wörterbuch der Volkswirtschaft", 4. Aufl. Bd. III S. 1123.

Dörfel, F., Versicherungswirtschaftslehre. Handelshochschule Bd. IV S. 845 ff. Berlin 1930.

Eisfeld, Curt, Die Zinsspanne. In Sparkasse 53. Jahrg. Heft 9 S. 181 ff.

— Die Zinsspanne bei Banken, Sparkassen und Kreditgenossenschaften. Sparkasse, 53. Jahrg. Heft 12 S. 237 ff.

Ernst, C., Zur Frage der Bankkreditkontrolle. Bankwissenschaft, 5. Jahrg. S. 669 ff.

van Eynern, Gert, Die Reichsbank. Jena 1928.

Fisher, Irving, Der schwankende Geldwert (Stabilizing the Dollar). Berlin 1924.
— Die Illusion des Geldes. Berlin o. J.
— Die Kaufkraft des Geldes (The Purchasing Power of Money). 2. Aufl. Berlin 1922.
Flaskämper, Theorie der Indexzahlen. Berlin 1928.
Fricke, Rolf, Schuldabwertung als wirtschafts- und konjunkturpolitisches Problem. Berlin 1932.
— Deflation und Kreditverschuldung. Bankwissenschaft, 8. Jahrg. 1931/32 S. 634 ff.
Gürtler, Max, Bilanzierung der Geldwerte. Z.f.B. 8. Jahrg. 1931 S. 161 ff.
— Erfolgsrechnung der Versicherungsbetriebe. Berlin 1931.
— Kalkulation und Gewinnrechnung in der Lebensversicherung. Z.f.B. 5. Jahrg. 1928 S. 241 ff.
Hahn, A., Geld und Kredit. Neue Folge. Tübingen 1929.
— Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits. 3. Aufl. Tübingen 1930.
Hasenack, W., Zins und Kredit in Scheinkonjunktur und Krise seit der Stabilisierung und die betriebswirtschaftliche Bedeutung der neueren Entwicklung. Z.f.B. 10. Jahrg. 1933 S. 601, 641, 737 ff.
Heiligenstadt, C., Der deutsche Geldmarkt. Schmollers Jahrbuch 1907 IV S. 71 ff.
Hellauer, Jos., Kalkulation in Handel und Industrie. Berlin 1931.
— Valutarisiko und Geldwertrisiko. Z.f.B. 4. Jahrg. 1927 S. 491 ff.
Hesse, Kurt, Die Kreditelastizität der Banken. Diss. Frankfurt a. M. 1928.
Henzel, Fritz, Marktanalyse und Budgetierung. In Handelshochschule, Ergänzungsband S. 1457 ff.
Hintner, O., Kreditkontrolle — Kreditprovision. Bankwissenschaft 4. Jahrg. S. 49 ff.
Homburger, Paul, Die Entwicklung des Zinsfußes in Deutschland von 1870 bis 1903. Frankfurt a. M. 1905.
Isaac, Betriebswirtschaftliche Statistik. Berlin 1925.
— Über das Selbstkostenproblem im Bankbetrieb. Berlin 1921.
Josephy, Berthold, Währungsschutz. Währungsbeherrschung. Jena 1933.
Kahn, Ernst, u. Wolfgang, Ernst, Die wirtschaftlichen Folgen überhöhter Zinsen. In „Die Wirtschaftskurve" 10. Jahrg. 1931 Heft I S. 49 ff.
Kahn, Julius, Geschichte des Zinsfußes in Deutschland seit 1815 und die Ursachen seiner Veränderung. Stuttgart 1884.
Kalveram, W., Bankbetriebslehre. Handelshochschule I S. 1380.
— Bankbetriebslehre. Artikel im Handw. d. Betriebswirtschaft Bd. I, Stuttgart 1926, Sp. 539 ff.
— Finanzierung. In Handelshochschule I S. 1265.
— Kollektive Kreditkontrolle im Bankwesen. Bankwissenschaft 4. Jahrg. 1927/28 S. 625 ff.
— Das Problem der Selbstkostenrechnung im Bankgewerbe. Bankwissenschaft 4. Jahrg. 1927/28 S. 4 ff.
— Zur Frage der Mündelsicherheit der Pfandbriefe. Bankwissenschaft 7. Jahrg. 1930/31 S. 145, 193 ff.

Kehrein, Paul, Konjunktureinflüsse in der Großeisenindustrie. Diss. Frankfurt a. M. 1930.
Knies, Carl, Geld und Kredit. II. Teil: Der Kredit. Berlin 1876.
v. Komorzynski, Joh., Die nationalökonomische Lehre vom Kredit, Innsbruck 1903, S. 25.
Kritzler, Karl, Die festverzinslichen Werte und ihre Kursgestaltung seit der Stabilisierung der Mark. Diss. Heidelberg 1927.
Kühne, Geld und Kapital im Konjunkturverlauf. Frankfurt a. M. 1928.
Leitner, Friedr., Bankbetrieb und Bankgeschäfte, 7. Aufl., Frankfurt 1925.
Lieboner, Hch., Wertgleichheit und Konjunktur nach Vorkriegsbilanzen. Diss. Frankfurt 1926.
Ludewig, Geldmarkt und Hypothekenobligationen. München u. Leipzig 1915.
Mahlberg, Walter, Bilanztechnik und Bewertung bei schwankender Währung. Leipzig 1923.
— Der Tageswert in der Bilanz. Betriebswirtschaftl. Archiv 1925 Heft 1.
— Kapitalleitung und Arbeitslosigkeit. Vortrag im RKW. 2. Aufl. Leipzig 1931.
Mahlberg, W., Zum Neubau des Kredits. Leipzig 1924.
v. Mises, L., Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel. München u. Leipzig 1912.
Nicklisch, H., Die Betriebswirtschaft. 7. Aufl. Stuttgart 1932.
Nußbaum, Arthur, Das Geld in Theorie und Praxis des deutschen und ausländischen Rechts. Tübingen 1925.
— Vertraglicher Schutz gegen Schwankungen des Geldwertes. Berlin 1928.
Oberparleiter, Karl, Formen und Risikenlehre des Warenhandels. Berlin 1930.
Paech, Georg, Kreislauf; Konjunktur und Kredit. Betriebs- und finanzwissenschaftliche Forschungen, II. Serie Heft 53, Berlin 1931.
Peltzer, Ernst, Der reale Kapitalzins und der Darlehnszins. Jena 1932.
Prion, W., Das deutsche Wechseldiskontgeschäft. Leipzig 1907.
Rittershausen, Hch., Am Tage nach dem Zusammenbruch. Berlin 1931.
— Arbeitslosigkeit und Kapitalbildung. Jena 1930.
— Der Neubau des deutschen Kreditsystems. Berlin 1932.
— Zur Indexwährung. Bankwissenschaft 10. Jahrg. 1933/34 S. 193 ff.
Röhll, Hans, Die treibenden Kräfte am deutschen Geldmarkt seit der Stabilisierung. Diss. Halle 1929.
Röpke, W., Kredit und Konjunktur. Jahrbuch für Nationalökonomie und Statistik Bd. 69, 1926.
— Zins, Preis und Konjunktur. Bankwissenschaft 3. Jahrg. 1926/27 S. 2 ff.
Rosch, Carl, Kreditinflation und Wirtschaftskrisen. Jena 1927.
Rummel, Hans, Ist eine Betriebskalkulation im Bankgewerbe möglich? Im „Bankarchiv" Jg. 1931.
Schäfer, Erich, Organisierter Kapitalabbau. Stuttgart 1932.
Schlesinger, Gg., Zur Frage des Kredites und der Kreditversicherung. Berlin 1929.
Schmalenbach, E., Finanzierungen. 4. Aufl. Leipzig 1928.
— Grundlagen der Selbstkostenrechnung und Preispolitik. 4. Aufl. Leipzig 1927.

Schmidt, C., Kreditpolitik und Kreditkontrolle der Banken. Bankwissenschaft 6. Jahrg. S. 161 ff.
Schmidt, Fr., Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre. In Handelshochschule, Ergänzungsband S. 1285 ff. (als Buch: Berlin 1933).
— Der nationale Zahlungsverkehr. 2. Aufl. Leipzig 1920.
— Die Effektenbörse und ihre Geschäfte. 2. Aufl. Leipzig 1922.
— Die Industriekonjunktur — ein Rechenfehler. Z.f.B. 4. Jahrg. 1927 S. 1 ff.
— Die organische Tageswertbilanz. 3. Aufl. Leipzig 1929.
— Internationaler Zahlungsverkehr und Wechselkurse. 2. Aufl. Leipzig 1922.
— Liquidation und Prolongation im Effektenhandel. 2. Aufl. Stuttgart 1923.
— Deflationskrise und Notverordnungen. Z.f.B. 9. Jahrg. 1932 S. 1 ff.
— Die Anpassung der Betriebe an die Wirtschaftslage. Z.f.B. 3. Jahrg. 1926 S. 85 ff.
— Die verkrüppelte Erfolgsrechnung. Z.f.B. 5. Jahrg. 1928 S. 81 ff.
— Gewinn und Bilanzwert. Z.f.B. 3. Jahrg. 1926 S. 813 ff.
— Ist Wertänderung am ruhenden Vermögen Gewinn oder Verlust? Z.f.B. 5. Jahrg. 1928 S. 1 ff.
— Preispolitik. Z.f.B. 6. Jahrg. 1929 S. 641 ff.
— Wiederbelebung der Wirtschaft. Z.f.B. 9. Jahrg. 1932 S. 577 ff.
Schnettler, Der betriebswirtschaftliche Zins. Stuttgart 1931.
Schumpeter, Jos., Das Sozialprodukt und die Rechenpfennige. Archiv für Sozialwissenschaft Bd. 44 S. 627 ff.
— Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. 2. Aufl. München u. Leipzig 1926.
Schwarz, Otto, Diskontpolitik. Leipzig 1911.
Somary, Felix, Die Schaffung einer Kreditzentrale. Bankarchiv 10. Jahrg. 1910/11 S. 183 ff.
Spiethoff, Arthur, Das Verhältnis von Kapital, Geld und Güterwelt. Schmollers Jahrbücher 1909 III S. 65 ff.
— Der Begriff des Kapital- und Geldmarktes. Schmollers Jahrbücher 1920.
— Krisen. Artikel im HWStW. 4. Aufl. Bd. VI S. 8 ff. Jena 1925.
Strathus, M., Remboursgeschäft. Bankwissenschaft 2. Jahrg. 1925. S. 248, 293, 513, 562 ff.
Terhalle, Hypothekarkredit. In HWStW. 4. Aufl. Bd. V S. 323 ff.
Tschelnitz, Heinz, Kreditversicherung. Berlin 1931.
Wagemann, E., Konjunkturlehre. Berlin o. J. (1928)
— Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft. Berlin o. J. (1931).
Walb, Ernst, Das Problem der Scheingewinne. Freiburg 1921.
Weinhausen, Hans, Die Sicherungsübereignung. Berlin 1928.
Wicksell, Knut, Der Bankzins als Regulator der Warenpreise. Jahrbücher für Nationalökonomie Bd. 68, 1897, S. 228 ff.
— Geldzins und Güterpreise. Jena 1898.
Wiernik, Luz., Kreditpolitik und Kreditsicherung. Die Bank, 1911, S. 736 ff.

Die Zinsregelung nach der Notverordnung. Hrsg. vom Deutschen Sparkassen- und Giroverband. Berlin 1932.
Börsen- und Wirtschaftskalender. Hrsg. von der Frankfurter Zeitung.

Die Wirtschaftskurve, Frankfurt a. M.
Statistisches Jahrbuch für das Deutsche Reich.
Vierteljahrshefte des Instituts für Konjunkturforschung.
Wirtschaft und Statistik.
Frankfurter Zeitung.
Kölnische Zeitung.
Bank-Archiv.
Bankwissenschaft.
Die Bank.
Der praktische Betriebswirt.
Sparkasse.
Zeitschrift für Betriebswirtschaft (Z.f.B.).

A. Aufgabestellung und Abgrenzung der Arbeit.

Untrennbar verbunden mit der wirtschaftlichen Betätigung eines jeden Unternehmers ist die Übernahme von wirtschaftlichem Risiko. Dieses Risiko besteht in der Gefahr, daß der wirtschaftliche Zweck des Handelns nicht erreicht wird, ja durch die wirtschaftliche Tätigkeit sogar ein Verlust an der Vermögenssubstanz entstehen kann. Das Risiko in allen seinen Formen läßt sich zurückführen auf zwei außerwirtschaftliche Quellen, auf die Natur und auf den Menschen[1]). Natur und Mensch sind die Grundelemente jeden Wirtschaftens überhaupt, aber auch gleichzeitig Ursache der Gefahren, welche die wirtschaftliche Entwicklung bedrohen. Die Zweiteilung ist deshalb wichtig, weil sich die von der Natur verursachten Risiken nie ganz ausschalten, höchstens mildern, abwälzen oder verteilen lassen. Die Risiken dagegen, die sich auf die Mängel der Menschen gründen, können ganz aus dem Wirtschaftsleben ausgemerzt werden, wenn man ihre wirkliche Ursache richtig erkennt und diese wirksam bekämpft.

Bereits in der geschlossenen Hauswirtschaft, in der jeder nur seinen eigenen Bedarf erzeugt, ist das Wirtschaften mit Risiko verbunden. Hier erkennt man noch klar die Quellen aller Risiken: Natur und Mensch. Aus der Natur erwächst die Gefahr, daß die Saat nicht die gewöhnliche Menge an Früchten hervorbringt oder diese keine genießbare Qualität besitzen. Hinzu kommt die andere Gefahr, daß Vieh, Früchte und der übrige Besitz des Menschen durch Naturkatastrophen ganz oder teilweise vernichtet werden können. Die Unzulänglichkeit der Menschen bringt die Gefahr mit sich, daß nur ein Teil des wirklichen Güterbedarfes erzeugt wird, weil der Bedarf unterschätzt oder die Fruchtbarkeit der Saat überschätzt wird. Ferner können die Produkte durch schlechte Lagerung verderben oder der Besitz bei ungenügender Sicherung durch Tiere bzw. die Mißgunst der Mitmenschen zerstört oder entwendet werden.

Mit der aufkommenden Tauschwirtschaft verstärken sich die bereits vorhandenen Risiken, und es treten neue hinzu. So die Gefahr, daß das eingetauschte Gut nicht die erwartete oder die ihm vom Vertauscher zugeschriebene Nutzungsmöglichkeit bietet. Mit der weiteren Entwicklung der Wirtschaft treten immer neue Erscheinungsformen des Risikos auf. Je arbeitsteiliger das gesamte Wirtschaftsleben wird, um

[1]) Vgl. Nicklisch, Die Betriebswirtschaft S. 148.

so mannigfaltiger wird auch das Risiko. Heute hat die Differenziertheit des Risikos ein großes Ausmaß erreicht. Neben den Risiken, die der wirtschaftlichen Tätigkeit als solcher anhaften, können für jeden Wirtschaftszweig, jede Unternehmung, ja für jedes einzelne Geschäft neue, nur der jeweiligen Betätigung eigene Risiken auftreten.

Wie weit im Einzelfalle das Risiko tatsächlich zu einer Vermögensminderung bzw. zu einer Minderung des erwarteten Gewinnes führt, läßt sich naturgemäß nicht voraussehen. Einmal kann man meist bei Abschluß des Geschäftes nicht das wirklich eingegangene Risiko feststellen. Zum anderen liegt ein großer Teil der Gefahrenmomente an diesem Zeitpunkt noch in der Zukunft und wird erst im Geschäftsablauf akut. Ein bestimmt verlustbringendes Geschäft würde niemand eingehen, aber die Übernahme des Wagnisses der Verlustmöglichkeit macht eben den Unternehmer aus. Nach Nicklisch[2]) ist derjenige Unternehmer, der mit einer wirtschaftlichen Tätigkeit freiwillig ein Vermögensrisiko auf sich nimmt.

So werden die Risiken zu wichtigen Faktoren für die Planung, Durchführung und für den Erfolg jeder wirtschaftlichen Tätigkeit. Für die Industrie und den Warenhandel wurde das Risikoproblem in der Literatur bereits weitgehend untersucht[3]). Dagegen sind die Risiken im Kreditleben noch nirgends im Zusammenhang eingehend dargestellt und untersucht worden[4]). Aber gerade das Kreditwesen ist der Angelpunkt des modernen Wirtschaftslebens. Es ist für alle Wirtschaftenden von großer Bedeutung, weil jedes Unternehmen irgendwie Kreditgeber und an anderer Stelle Kreditnehmer ist.

Es soll daher die Aufgabe dieser Arbeit sein, die Risiken des Kreditlebens zu untersuchen und ihre Ursachen sowie Art und Ausmaß ihrer Wirkungsmöglichkeiten festzustellen. Dazu müssen wir zunächst kurz den Zins als Preis des Kredites und die seine Höhe bedingenden Faktoren betrachten, um so die Einwirkungen der Risiken auf ihn feststellen zu können. Denn eine bei Kreditgewährung notwendige Risikoübernahme durch den Gläubiger führt zur Berechnung einer Risikoprämie und damit zur Erhöhung des Zinssatzes. So liegt es im Interesse einer organischen Zinssenkung, wenn die Risiken des Kreditlebens eingedämmt und möglichst weitgehend ausgeschaltet werden. Die Praxis hat bereits Versuche in dieser Richtung unternommen und als Risiko-

---

[2]) a. a. O. S. 147 ff.

[3]) Insbesondere in der Literatur, die die Unternehmung oder die Kalkulation behandelt.

[4]) Nur das Vertrags-Erfüllungs-Risiko — meist einfach Kreditrisiko genannt — nimmt einen breiteren Raum in der Literatur ein und ist insbesondere auch von der Versicherungsseite aus beleuchtet worden.

beschränkung eine Anzahl verschiedener Arten der Kreditgewährung ausgebildet. Wir werden diese Versuche untersuchen müssen, ob und wie weit sie tatsächlich in der Lage sind, die Risiken einzudämmen. Darüber hinaus soll es unsere Aufgabe sein, etwaige weitere Möglichkeiten der Risikobekämpfung aufzuzeichnen. Insbesondere wird zu zeigen sein, ob diese praktisch durchführbar sind und wie weit sie einen wirklichen Erfolg versprechen.

Bei der großen Mannigfaltigkeit der im Kreditleben auftretenden Risikoarten besteht die Gefahr, sich zu zersplittern und damit das Erreichen des Zieles — den Aufbau einer gesunden Risikopolitik — illusorisch zu machen. Um ihr zu entgehen, haben wir die vielen kleinen Risiken von der Untersuchung ausgeschlossen. Ebenso das Valutarisiko, weil es nur bei solchen Krediten auftritt, die in fremder Währung aufgenommen bzw. gewährt werden[5]). Wir beschränken uns demgemäß bewußt auf die Untersuchung der drei großen Risikokomplexe, die in jedem einzelnen Kreditgeschäft auftreten können und die Zinsgestaltung entsprechend beeinflussen. Es sind dies das Vertrags-Erfüllungs-, das Zins- und das Kaufkraftrisiko. Da jedes dieser Risiken aus anderen Quellen entspringt und sich anders auf die Partner des Kreditgeschäftes auswirkt, hat auch die Bekämpfung für jedes Risiko individuell zu erfolgen. Wir müssen daher jeden Risikokomplex für sich betrachten und die jeweils gegebenen Ausschaltungs- und Dämpfungsmöglichkeiten untersuchen.

Gelingt es, das einzelne Risiko ganz oder doch zu einem Teil auszuschalten, dann muß sich dies in einer Ermäßigung des Zinssatzes auswirken. Voraussetzung hierfür ist allerdings, daß die Zinssätze nicht in der bisher vielfach üblichen Weise schematisch festgesetzt, sondern auf Grund der notwendigen Risikoprämien exakt errechnet werden. Eine richtige Erkenntnis der Risikoprobleme und eine demgemäß aufgezogene Risikopolitik wird aber auch den Weg zu einer wirklichen Zinskalkulation ebnen. So hoffen wir, mit dieser Arbeit zu einem bescheidenen Teil am Aufbau einer gesunden Risikopolitik und damit an einer Bereinigung des Kreditlebens mitzuhelfen.

---

[5]) Selbst hier hat es in normalen Zeiten keine große Bedeutung, da die Wechselkurse der Länder mit Goldwährung oder einer ihrer Abarten nur zwischen den Goldpunkten schwanken. Bei langfristigen Krediten wirkt es sich daher nicht erkennbar aus. Bei kurzfristigen Krediten besteht jederzeit die Möglichkeit, sich durch Gegengeschäfte dem Valutarisiko zu entziehen. Nur in Zeiten schwankender Währung wird es wichtig werden und kann dann sogar eine überragende Bedeutung erlangen. Meist werden in diesem Fall allerdings keine neuen Kredite in der schwankenden Valuta abgeschlossen werden. Für unsere Arbeit würde es jedenfalls viel zu weit führen, auch diese Sonderfälle einzubeziehen.

B. Die Bedeutung des Risikos für Kredit und Zins.

a) Der Kredit.

Das modernde Wirtschaftsleben, insbesondere die Entwicklung der Industrie und des Handels zu den Großbetrieben der heutigen Zeit fußt vor allem auf der Möglichkeit des Unternehmers, über den Umfang des eigenen Vermögens hinaus auch das ihm im Wege des Kredits zur Verfügung gestellte fremde Kapital in seiner Unternehmung wirtschaftlicher Nutzung zuführen zu können. Kredit ist nach Komorzinsky[1]) das Überlassen von eigenen Vermögensteilen in fremdes Eigentum und fremde Wirtschaftsführung gegen einen entsprechenden rechtlichen Anspruch auf das Vermögen des Kreditnehmers, in welches sie eingehen.

Die Kreditgewährung kann in den verschiedensten Formen erfolgen. Der gebräuchlichste Kreditvorgang ist wohl der sogenannte Kauf auf Kredit. Der Verkäufer verschafft seinem Kontrahenten heute das Eigentum an den verkauften Waren, verlangt jedoch nicht die sofortige Leistung des ausgemachten Kaufpreises. Er ist damit einverstanden, daß der Käufer die Zahlung erst nach einer gewissen Zeit, etwa nach einer handelsüblichen Frist oder an einem beim Geschäftsabschluß festgesetzten Zeitpunkt bewirkt. Er räumt dem Käufer einen Kredit ein, wenn dies auch häufig dem Geschäftspartner nicht zum Bewußtsein kommt. Der Käufer seinerseits kann die erhaltenen Vermögensgegenstände sofort in seiner Unternehmung wirtschaftlich verwenden. Umgekehrt kreditiert der Besteller einer Ware dem Verkäufer die Summe der Vorauszahlungen, die er vor der Lieferung der Ware leistet.

Die Kredite werden meist in einer bestimmten Geldsumme ausgedrückt, da das Geld der allgemeine Wertmaßstab unseres heutigen Wirtschaftslebens ist. Notwendig ist dies jedoch nicht. Es liegt durchaus auch dann ein Kredit vor, wenn jemand einem anderen eine bestimmte Menge Ware zu Eigentum überträgt unter der Bedingung, daß der andere ihm später die gleiche Menge derselben Art Ware oder auch

---

[1]) Vgl. Komorzinsky, Die nationalökonomische Lehre vom Kredit, Innsbruck 1903, S. 25. — Wir haben diese allgemeine Definition als Ausgangspunkt gewählt, um im Folgenden zu genauerer Bestimmung vorzudringen.

eine entsprechende Menge einer anderen Ware zurückliefern soll[2]). Neben dem Kreditkauf ist die gebräuchlichste Art der Kreditgewährung die Überlassung von Geldsummen auf Zeit in das Eigentum eines anderen Wirtschaftenden, der nach Ablauf der abgemachten Frist — bei unbefristeten Krediten nach erfolgter Kündigung — verpflichtet ist, dem Kreditgeber wieder das Eigentum an einer gleichgroßen Geldsumme zu verschaffen.

So verschieden die einzelnen Kreditvorgänge auch sein mögen, eines ist ihnen allen gemeinsam: Sie sind „Güterübertragungen, wobei die Leistung des einen (Kreditors) in die Gegenwart, die Gegenleistung des andern (Debitors) in die Zukunft fällt“[3]). Der Zeitpunkt der Gegenleistung kann schon in sehr naher Zukunft eintreten, am Tagesgeldmarkt ist es bereits der folgende Tag; andererseits kann er in sehr weiter Ferne liegen, z. B. bei Anleihen und bei Hypotheken.

b) Der Zins als Preis des Kredites und seine Bestandteile.

1. Die Vergütung für die Überlassung des Nutzungsrechtes, der Nettozins.

Mit der Kreditgewährung überläßt der Gläubiger dem Kreditnehmer auf Zeit die Nutzungsmöglichkeit der Güter, die den Kredit ausmachen. Hierfür wird er regelmäßig ein Entgelt, den Zins, verlangen. Wird eine solche Vergütung ausnahmsweise nicht beansprucht, so wird das Wesen des Kreditvorganges dadurch nicht berührt. Sein Charakteristikum bleibt ja bestehen, nämlich die Zeitspanne zwischen der Leistung und der Gegenleistung. Aber auch dann, wenn ein Kredit scheinbar zinslos gewährt wird, ist häufig eine versteckte Vergütung für den Kreditgeber ausbedungen. Im oben angeführten Kauf auf Kredit ist z. B. vom Verkäufer der Zins für die übliche Zahlungsfrist in den Verkaufspreis der Ware einkalkuliert und tritt nur indirekt als Skontoabzug bei Barzahlung zutage. Auch zu Vorauszahlungen wird sich der Käufer einer Ware nur dann verstehen, wenn ihm ein Äquivalent für seinen Verzicht auf die zwischenzeitliche Vermögensnutzung durch eine entsprechend billigere Preisstellung geboten wird.

---

[2]) Wicksell erkennt in seinem Buche: „Geldzins und Güterpreise“, Jena 1898, S. 94, nur Geldkredite an; doch hat uns die Erfahrung der Inflationszeit gelehrt, daß auch Waren- und Sachwertkredite durchaus in größerem Umfange praktisch werden können.

[3]) C. Knies, Geld und Kredit, II. Abt., Der Kredit I S. 7.

Auf der anderen Seite wird der Kreditnehmer gerne bereit sein, den Zins gleichsam als Preis für den gewährten Kredit zu zahlen. Er hofft, während der Laufzeit des Kredites die empfangenen Vermögensteile in seinem Wirtschaftsbetrieb so verwenden zu können, daß er aus dieser Betätigung einen über den zu zahlenden Zins hinausgehenden Gewinn erzielt. Eine andere als eine solche wirtschaftliche Verwertung des Kredites wäre sowohl vom einzelwirtschaftlichen als auch vom gesamtwirtschaftlichen Standpunkt aus gesehen durchaus falsch und verwerflich[4]).

Betrachten wir nun den Zins als Preis des Kredits, so stellen wir fest, daß dieser keineswegs für alle Kredite gleichgroß ist. Wir entdecken vielmehr eine Anzahl verschiedener Zinssätze bei den einzelnen Kreditarten. Zwangsläufig entsteht so die Frage: Woraus resultiert diese Mannigfaltigkeit der Zinssätze?

Kaum ist die Frage ausgesprochen, so steht bereits eine Antwort vor uns: Das Spiel von Angebot und Nachfrage. Diese Antwort ist immer fertig, wenn irgendwo die Frage nach der Preisbildung auftaucht. Aber so einfach ist die Sache nicht, denn Angebot und Nachfrage sind keine ursprünglichen Größen, sondern stellen selbst bereits das Resultat aus dem Zusammenwirken einer Reihe von Kräften dar[5]). Auf dem Warenmarkt ist die Nachfrage, d. h. die Schätzung eines Gutes in Geld durch den Käufer beschränkt durch das ihm zur Verfügung stehende Einkommen, unter besonderer Brücksichtigung der Dringlichkeit des Bedürfnisses nach dem in Frage stehenden Gute. Auch der Preis eines noch so seltenen Gutes kann nicht über seinen Nutzungswert für den Käufer steigen. Auf der anderen Seite ist das Angebot abhängig von den Selbstkosten des Unternehmers. Diese stellen die untere Preisgrenze des Gutes dar. Ein Fabrikant kann auf die Dauer nicht unter den Herstellungs- plus Lager- und Vertriebskosten, ein Händler nicht unter dem Einkaufspreis plus seinen weiteren Kosten verkaufen. Nur innerhalb dieser Grenzen können sich am Markte Preisverschiebungen ergeben, abgesehen von gelegentlichen Wertverschleuderungen im Konkurs oder anderen Zwangslagen.

Ebenso ist es mit dem Preis des Leihkapitals, dem Zins. Ein noch so großer Kapitalbedarf, der sich an den Kreditmärkten als Nachfrage auswirkt, kann den Zins nicht über einen gewissen Prozentsatz steigen lassen, selbst wenn fast gar kein Kreditangebot vorhanden ist. Diese

---

[4]) Auch der sogenannte konsumtive Kredit darf bei gesunder Finanzgebarung nur wirtschaftliche Verwendung finden, z. B. darf er nicht zur Aufblähung des Verwaltungsapparates über das notwendige Maß hinaus benutzt werden.

[5]) Vgl. Schmidt, Organische Tageswertbilanz S. 2 ff.

Grenze wird gebildet von den Nutzungsmöglichkeiten des Kreditnehmers. Er kann auf die Dauer keinen größeren Betrag an Zinsen zahlen, als die wirtschaftliche Verwertung der Kreditsumme ihm nach Abzug der hierfür sonst noch aufgewandten Kosten erbringt. Der Kreditgeber, von dem das Angebot des Marktes ausgeht, kann dagegen einen Mindestsatz nicht unterschreiten. Diese untere Grenze wird durch seine Selbstkosten bestimmt [6]).

Nur innerhalb der angegebenen Grenzen ist dann das Wechselspiel von Angebot und Nachfrage in der Lage, die Zinssätze in ihrer Höhe zu verändern. Wenn sich nämlich viele um das Nutzungsrecht eines Gutes bemühen, dann wird der Eigentümer eine höhere Gebühr dafür durchsetzen können, als wenn nur wenige Interessenten vorhanden sind. Umgekehrt wird die erreichbare Gebühr kleiner, wenn die Konkurrenz der Verleiher zunimmt. Die kürzere oder längere Laufzeit kann für die Nutzenschätzung eines Kredites durch Debitor und Kreditor von großer Bedeutung sein. Dadurch können Verschiedenheiten des Zinses je nach der Dauer des Kredites entstehen. Gleichfristige Kredite bedingen jedoch zur selben Zeit auch eine gleichgroße Nutzungsgebühr, weil die Freizügigkeit der Kreditmittel etwaige Unterschiede auf verschiedenen Märkten schnell nivellieren würde.

Tatsächlich müssen wir aber feststellen, daß auch bei gleichartigen Krediten zur selben Zeit nicht von allen Kreditnehmern dieselben Zinssätze verlangt werden. Grund hierfür ist die verschiedene Höhe der Selbstkosten des Gläubigers [6]) für den einzelnen Kredit. Diese Selbstkosten werden in ihrer Verschiedenheit ausschlaggebend bedingt durch die dem jeweilig übernommenen Risiko entsprechend berechnete Risikoprämie.

2. Die Risikoprämie als Selbstkostenfaktor für den Kreditgeber.

„Jeder Leihzins setzt sich im allgemeinen aus zwei Teilen zusammen, dem Entgelt für die Nutzung des Kapitals, dem sogenannten reinen Zins und einem Entgelt für die mit der Verleihung verbundene Verlustgefahr, dem Gefahrenbeitrag.“ [7]) Diese Zweiteilung des Zinses geht zurück auf Knies [8]), der allerdings die Berechtigung des Gefahrenbeitrages ablehnt und dem Kreditgeber nur eine tatsächliche Be-

[6]) Vgl. hierzu den folgenden Abschnitt: „Die Risikoprämie als Selbstkostenfaktor für den Kreditgeber“.

[7]) Spiethoff, Art „Krisen“ im HWStW. 4. Aufl. Bd. VI Sp. 11.

[8]) Vgl. Knies, Geld und Kredit, II. Abt.: Der Kredit S. 20 ff.

nutzungsgebühr zukommen lassen will. Er kommt zu seiner Ablehnung der Risikoprämie, weil „nicht der von der Gefahr Bedrohte, der Gläubiger dieselbe als ein Opfer aus seinem Vermögen hingibt ..... Die Risikoprämie bezahlt gerade derjenige Schuldner, bei welchem ein besorgter Verlust sich nicht einstellte und die in Erwägung genommene und veranschlagte Gefahr tatsächlich gleich Null war, während gerade derjenige Schuldner sie nicht bezahlt, bei welchem die Gefahr sozusagen ‚unendlich' groß war, d. h. der tatsächliche Verlust bevorstand"[9])[10]). An und für sich ist es richtig, wenn Knies sagt, daß die Risikoprämie von dem bezahlt werden müßte, der durch die Versicherung der Kreditrückzahlung, denn um eine solche handelt es sich ja hier, den Schaden von seinem Vermögen abwenden will. Wie würde es sich aber in der Praxis auswirken, wenn alle Kreditgeber nur eine Benutzungsgebühr erhalten würden?

Alle Kreditgesuche treten in Konkurrenz um die disponiblen Kreditmittel. Würden die Kreditnehmer nun von allen Kreditnehmern nur den Nettozins als Benutzungssgebühr für die Überlassung der Kreditgüter erhalten, so würden natürlich alle Kreditmittel den risikolosen oder, wenn solche nicht vorhanden, zu den mit geringstem Risiko verbundenen Kreditgeschäften strömen. Die Folge wäre, daß alle Geschäfte, welche das jeweils vorhandene Risikominimum überschreiten, nicht abgeschlossen werden könnten, weil kein Kreditgeber hierzu bereit wäre. Um überhaupt Kredit zu erhalten, müßte der Kreditsuchende dem Kapitalisten ein risikoloses bzw. ein nur mit dem geringstmöglichen Risiko belastetes Kreditgeschäft vorschlagen können. Dies wird dann der Fall sein, wenn er einen Dritten findet, der bereit ist, das

[9]) Knies a. a. O. S. 20/21.

[10]) Hier scheint uns ein Denkfehler vorzuliegen, denn die Verlustgefahr ist nicht identisch mit dem tatsächlich eingetretenen Verlust. Zwei mit der gleichen Verlustgefahr behaftete Geschäftsabschlüsse können ganz verschieden ausgehen. Ein extremes Beispiel: Eine Bank gibt an zwei Konkurrenzunternehmen je einen gleichhohen Kredit mit derselben Sicherung. Beide Firmen legen den gesamten Kredit in Waren derselben Menge und Qualität an und versenden dieselben gleichzeitig auf zwei Schiffen derselben Güte über den Ozean. Beide kommen in einen Sturm, wobei das eine mit der ganzen Ware untergeht, während das andere am Bestimmungsort ankommt und dort seine Waren mit Gewinn verkauft. Beide Warenladungen waren bei derselben Gesellschaft versichert, die aber außerstande ist zu zahlen. Der übrige Besitz des geschädigten Unternehmers hat, wie auch derjenige des anderen, nur den halben Wert des Kredites. Die Bank fällt hier mit einem großen Teil des Kredites aus, während sie aus dem anderen Kredit einen guten Zinsgewinn erhält. Damit erhellt deutlich, daß die Verlustgefahr (in unserem konstruierten Beispiel in beiden Geschäften gleich) durchaus nicht mit dem wirklichen Verlust übereinzustimmen braucht.

aus dem Kreditgeschäft erwachsende Risiko des Kreditgebers zu übernehmen. Aber der Dritte wird das Risiko nur dann übernehmen wollen, wenn ihm wie bei allen anderen Versicherungen eine entsprechende Prämie gezahlt wird. Der Kreditgeber wird nicht zur Zahlung bereit sein, weil sie seinen Nettozins schmälern würde und er in diesem Falle lieber zum vollen Nettozins ein risikoloses Kreditgeschäft abschließt. Sollte dies aus Mangel an solchen Geschäften nicht möglich sein, so wird er eine der vielen anderen Verwendungsmöglichkeiten seiner flüssigen Geldmittel ergreifen. Wohl oder übel wird der Kreditnehmer also die Risikoprämie zu seinen Lasten übernehmen müssen, um sich einen Kredit zu verschaffen. Ist nun der Versicherer personengleich mit dem Kreditgeber, so haben wir dieselbe Sachlage wie unter den heutigen Verhältnissen. Der Schuldner muß neben der Nutzungsgebühr, dem Nettozins, an den Gläubiger auch die Risikoprämie zahlen.

Ebenso wie die Risikoprämie für den Kreditnehmer Kosten darstellt, so ist sie auch für den Kreditgeber nicht etwa zusätzlicher Gewinn, sondern ebenfalls ein Kostenbestandteil, auf dessen Rückerstattung im Zins er nicht verzichten kann. Hat der Kapitalist die Möglichkeit zu einem für ihn vollkommen risikolosen Kreditgeschäft, dann kann er dieses zum reinen Nettozins abschließen. Er erhält im Nettozins ein Entgelt dafür, daß er sich auf Zeit der eigenen Nutzungsrechte an der Kreditsumme begibt. Diese Vergütung wird je nach den Angebots- und Nachfrageverhältnissen größer oder geringer sein.

Übernimmt der Kapitalist aber mit dem Kredit ein Risiko, so kann er versuchen, dieses auf einen Dritten, meist eine Versicherungsgesellschaft, gegen Zahlung einer Versicherungsprämie abzuwälzen. Gelingt ihm dies, so stellt die Prämie zweifellos Kosten dar, die er aufwendet, um ein für ihn jetzt risikoloses Kreditgeschäft abzuschließen. Der Kapitalist wird also genötigt sein, sie in seine Selbstkostenrechnung einzusetzen. Die Höhe dieser Versicherungsprämie wird grundlegend bestimmt durch die Risikoprämie, die sich nach der Größe des eingegangenen Risikos richtet. Daneben enthält sie weitere Kostenfaktoren, wie allgemeine Verwaltungskosten und außerdem den Gewinn des Versicherers.

Statt die Risikoabwälzung vorzunehmen, kann der Kapitalist das Risiko des Kredites auch selbst tragen. Die Versicherung als solche ist geblieben, nur ist sie aus einer Fremd- zu einer Selbstversicherung geworden. Gewinn, Verwaltungs- und Nebenkosten des fremden Versicherers sind dann für den Kreditgeber keine Kosten und dürfen auch dem Schuldner nicht berechnet werden. Die Risikoprämie selbst aber stellt Kosten dar und muß als solche auch in die Selbstkostenrechnung des Unternehmers am Kreditmarkt aufgenommen werden. Aus den

so eingehenden Risikoprämien ist ein Fonds zu bilden, aus dem etwa vorkommende Verluste gedeckt werden sollen[11]). Die Untersuchung, welche Risiken mit den Krediten eingegangen werden und wie die hierfür einzukalkulierenden Risikoprämien die Zinssätze beeinflussen, bleibe dem nächsten Kapitel vorbehalten. Hier sei nur darauf hingewiesen, daß gerade diese Prämien es sind, welche die typischen Zinsunterschiede zwischen den Kreditmärkten und einzelnen Kreditgeschäften verursachen.

3. Die weiteren Kreditselbstkosten.

Sind die Risikoprämien auch in vielen Fällen die ausschlaggebenden Faktoren für die Errechnung des notwendigen Zinssatzes für den speziellen Kredit, so sind sie doch nicht die einzigen Selbstkosten des Kreditgebers. Daneben entstehen noch Sonderkosten des jeweiligen Kredites wie Vermittlungsgebühren, Umsatzsteuer usw. Sie sind naturgemäß bei der Zinskalkulation zu berücksichtigen. Ist der Kreditgeber nicht selbst Kapitalist, muß er also wie die Bank an seine eigenen Gläubiger Zinsen zahlen, dann sind die Passivzinsen ebenfalls Selbstkosten und müssen durch den Zins des weitergegebenen Kredits ersetzt werden. Dasselbe gilt von den Gemeinkosten des Kreditgebers, die anteilig auf die gewährten Kredite umgelegt werden müssen. Sie sind ja aufgewendet worden, um die Kreditnehmer mit den für sie notwendigen Kreditmitteln versorgen zu können[12]).

c) Die Schwankungen der Zinssätze durch Angebot und Nachfrage.

Nur innerhalb der angeführten Grenzen — Selbstkosten des Kreditgebers[13]) und Nutzungsmöglichkeit des Kreditnehmers — können die Zinssätze schwanken. Diese Spanne wird noch weiter eingeengt dadurch, daß es für den Unternehmer am Kreditmarkt viel leichter als für den Industriellen und den Warenhändler ist, von dem

---

[11]) Demgemäß hat die Risikoprämie in der Erfolgsrechnung nicht als Gewinn ausgewiesen zu werden, sondern muß auf ein Rückstellungskonto gebucht werden. Leider geschieht dies in der Praxis meist nicht.

[12]) Vgl. hierzu Kalveram, „Das Problem der Selbstkostenrechnung im Bankgewerbe" in Bankwissenschaft 4. Jahrg. 1927/28 S. 4 ff.

[13]) Die Selbstkosten des Kreditgebers werden weitgehend von den Risikoprämien bestimmt, die für jeden einzelnen Kredit andere sein können. Vgl. weiter oben S. 7 ff.

einen Einzelmarkt zu einem anderen hinüberzuwechseln. Tatsächlich wird ja auf allen Kreditmärkten, sei es nun der kurzfristige Geldmarkt oder der langfristige Kapitalmarkt, immer dasselbe gehandelt, nämlich disponible Geldmittel. Der Kapitalist hat somit die Auswahl unter einer großen Anzahl von Anlagemöglichkeiten. Er kann Häuser und Grundstücke kaufen, um sie zu vermieten oder zu verpachten, er kann eine Unternehmung gründen oder sich an fremden Unternehmen beteiligen. Weiter hat er die Möglichkeit, sich an jedem einzelnen Geld- oder Kapitalmarkt zu betätigen. Dies kann er tun, indem er Hypotheken ausleiht, sein Geld zur Bank oder Sparkasse bringt und hier eine tägliche oder längerfristige Kündigung ausmacht. Ferner kann er an der Börse Tages-, Monats-, Ultimogeld ausleihen, sich am Report- oder am Lombardmarkt betätigen, Privatdiskonten oder andere Wechsel, Aktien, Obligationen oder Pfandbriefe kaufen usw. Welche Verwendung er nun wählt, hängt nur von seinem Willen ab, und er wird natürlich d e n Markt als Betätigungsfeld aussuchen, der ihm die relativ beste Verwertungsmöglichkeit zu bieten scheint. Sind die Zinssätze an einem Kreditmarkt sehr gedrückt, so verläßt ein Teil des Angebotes diesen Markt und strömt auf einen anderen über, auf dem es bessere Zinsverhältnisse vorfindet. Es entlastet damit den ersten Markt von zu starkem Angebot, häufig schon, ehe die Zinssätze die unterste Grenze erreicht haben.

Soweit die Bank ihre eigenen Kapitalien anlegen will, gilt das für den Kapitalisten Gesagte auch für sie in vollem Umfange. Nur soweit sie Kreditsammel- und -verteilungsstelle ist und das ihr anvertraute Geld ihrer Kunden wirtschaftlich verwertet, sind die Anlagemöglichkeiten durch die vom Einleger bestimmten Fristen beschränkt. Insofern besteht also für sie nicht die volle Freizügigkeit des Kapitals[14]).

---

[14]) Diese Harmonie der Kreditfristen ist jedoch von den Banken in der Nachkriegszeit nicht genügend beachtet worden. Die Banken haben im Übermaß kurzfristige Passivkredite in langfristigen Aktivkrediten angelegt. Diese „Umformung" ist zwar für die Entwicklung der Industrie bis zu einer gewissen Grenze notwendig, darf aber stets nur für einen Teil der Bankmittel und immer im Hinblick auf eine baldige Konsolidierung erfolgen (vgl. Kalveram, „Bankenreform" in Nr. 208 der Kölnischen Zeitung vom 16. 4. 1933). Aber die rechtzeitige Konsolidierung ist von den Banken weitgehend versäumt worden. Auch der Handel und insbesondere die Industrie haben denselben Fehler gemacht und Kreditmittel, die ihnen nur in kurzfristiger Form zur Verfügung standen, in großem Umfange langfristig angelegt und damit die Kredite zum Einfrieren gebracht. Ganz besonders verderblich war diese Anlagepolitik, wenn sie mit Auslandskrediten durchgeführt wurde. Sie rächte sich schwer, als im Jahre 1931 die Massenkündigungen der kurzfristigen deutschen Auslandsschulden einsetzten, die dann zum Bankenkrach, zum Ein-

Diese der Kredit- und Zinspolitik gesetzten Grenzen müssen natürlich von allen Unternehmern am Kreditmarkt beachtet werden. Zwischen den Selbstkosten des Kreditors einerseits und dem Nutzungswert des Kredites für den Debitor andererseits ist dann das zeitliche Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage an einem Kreditmarkt verantwortlich für eine Reihe von verschiedenen Schwankungen der Zinssätze.

1. Die täglichen Schwankungen an kurzfristigen Märkten.

Zunächst sind es die fast täglichen Schwankungen des Zinssatzes, insbesondere an den kurzfristigen Geldmärkten. Zur Erläuterung diene das Schaubild 1. Es stellt die Entwicklung der Tagesgeldsätze in Frankfurt a. M. dar, und zwar jeweils für den Monat Januar der Jahre 1928 bis 1933[15]). Die Schwankungen im Januar zeigen keine wesentlichen Abweichungen von denjenigen der anderen Monate[16]), es sei denn, daß nach dem Jahresultimo eventuell zu Beginn des Monats eine besonders starke Entlastung eintritt. Der Markt für Tagesgeld wurde für unser Beispiel herausgegriffen, weil das an diesem Markt abgeschlossene Geschäft vollständig typisiert und, wie wir weiter unten noch sehen werden, in normalen Zeiten tatsächlich risikolos ist. Außerdem sind an diesem Markt täglich sämtliche Abschlüsse neu zu tätigen, und es werden keine alten mitgeschleppt[17]). So wirken sich hier Angebot und Nachfrage am unmittelbarsten aus und verursachen allein die Schwankungen des Zinssatzes.

Betrachten wir nun das Schaubild 1[18]), so sehen wir, daß die einzelnen Kurven in dauerndem Wechsel steigen und fallen, wie es die Angebots- und Nachfrageverhältnisse eines jeden Tages eben bedingen. Zu beachten sind die Spitzen der Kurven zu Mitte (Medio), Ende (Ultimo) und Anfang (Nachwirkung des Ultimo) des Monats als Folge

griff des Reiches und zur allgemeinen Kreditkrise in Deutschland führten. Interessant ist, daß derselbe Fehler der Wirtschaft, kurzfristige Kredite in Anlagen zu investieren, bereits in der Konjunkturperiode 1906/07 begangen wurde (vgl. Schwarz, „Diskontpolitik" S. 118 ff.).

[15]) Nach dem Börsen- und Wirtschaftskalender der Frankfurter Zeitung Jg. 1929 S. 89, 1930 S. 90, 1931 S. 93, 1932 S. 73, 1933 S. 78 und für Januar 1933 nach den täglichen Notierungen der Frankfurter Zeitung in diesem Monat.

[16]) Daß der Januar saisonmäßig ein niedriges Zinsniveau hat, ist in diesem Zusammenhang unwesentlich (s. S. 14).

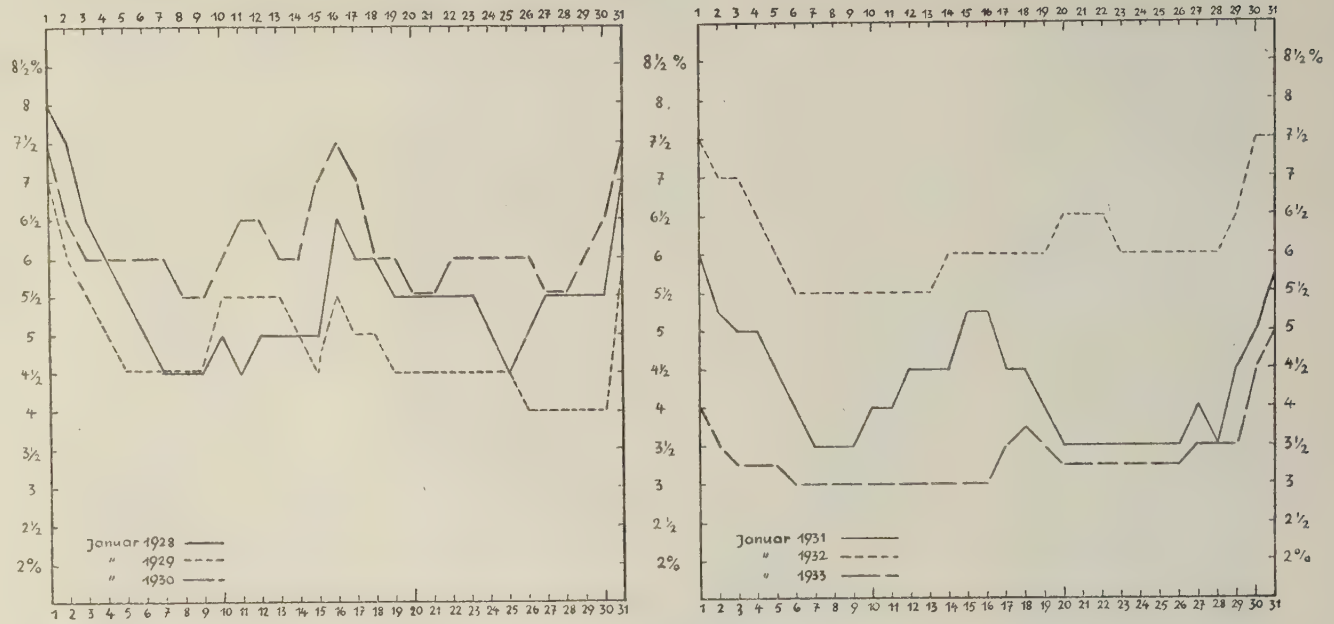
[17]) Auch die Prolongation von Krediten des Vortages ist hier gleichbedeutend mit einem neuen Kreditgeschäft.

[18]) Der größeren Übersicht wegen sind die Kurven für 1928—1930 gesondert dargestellt worden.

Schaubild 1.

Die täglichen Schwankungen der Zinssätze am Tagesgeldmarkt der Frankfurter Börse

(dargestellt für den Monat Januar der Jahre 1928—1933 *).



*) Nach dem Börsen- und Wirtschaftskalender der Frkftr. Ztg. Jahrg. 1929 S. 89, 1930 S. 90, 1931 S. 93, 1932 S. 73 und 1933 S. 78. Für den Januar 1933 auf Grund der täglichen Veröffentlichungen in der Frkftr. Ztg.

der zu diesen Zeiten besonders erhöhten Nachfrage nach Geld. Das Steigen der Zinssätze erfolgt gewöhnlich in steilem Anstieg, da der Bedarf plötzlich einsetzt, während das Absinken der Sätze meist etwas ruhiger verläuft in demselben Maße, wie sich die Verknappung des Marktes zurückbildet. Je größer die allgemeine Geschäftstätigkeit ist, um so häufiger und stärker ssind auch die Schwankungen der Zinskurven (1928—1931). In den Jahren 1932 und 1933 nimmt die allgemeine Geschäftsschrumpfung immer mehr zu und nivelliert damit in zunehmendem Maße auch den Lauf der Zinskurven[19]).

2. Saisonschwankungen.

Saisonmäßige Schwankungen der Nachfrage nach Geld und damit der Zinssätze zeigt uns das Schaubild 2. Wieder sind hier die Zinssätze für Tagesgeld in Frankfurt dargestellt, doch in einer anderen Art als vorhin. Diesmal sind die Monatsdurchschnitte der Jahre 1927 bis 1929 aufgezeichnet[20]). Wir sehen, daß in allen Jahren die Januarsätze, und zwar meist beträchtlich, unter den Sätzen des vorangehenden Dezembers und des nachfolgenden Februars liegen. Ursache dieser Erscheinung ist die saisonmäßige Stille zu dieser Zeit auf allen Märkten, welche sich nach Abwicklung des Weihnachtsgeschäftes und des Jahresultimos in einer stark verminderten Nachfrage nach Geld auswirkt. Auf der anderen Seite sind Bauwirtschaft und die ihr verwandten Branchen im Januar meist sehr liquide und unterhalten große Bankguthaben, die ihrerseits das Angebot auf den Märkten für kurzfristigen Kredit noch verstärken. Diesem Tiefstand der Zinssätze im Januar steht ein hoher Stand des Zinses im Sommer, insbesondere im Juli gegenüber. In diesem Monat ist saisonmäßig stets ein großer Kreditbedarf vorhanden, während gleichzeitig nur ein verhältnismäßig geringes Angebot besteht, weil alle Unternehmen bei dem jetzt großen Geschäftsumfang ihre eigenen Mittel selbst benötigen[21]).

---

[19]) Der Zins schwankte im Januar

1928	. . . .	19 mal	zwischen	4,5	und	8%
1929	. . . .	13 „	„	4	„	7%
1930	. . .	16 „	„	5,5	„	7,5%
1931	. . . .	16 „	„	3,5	„	6%
1932	. . . .	9 „	„	5,5	„	7,5%
1933	. . . .	10 „	„	3	„	5%.

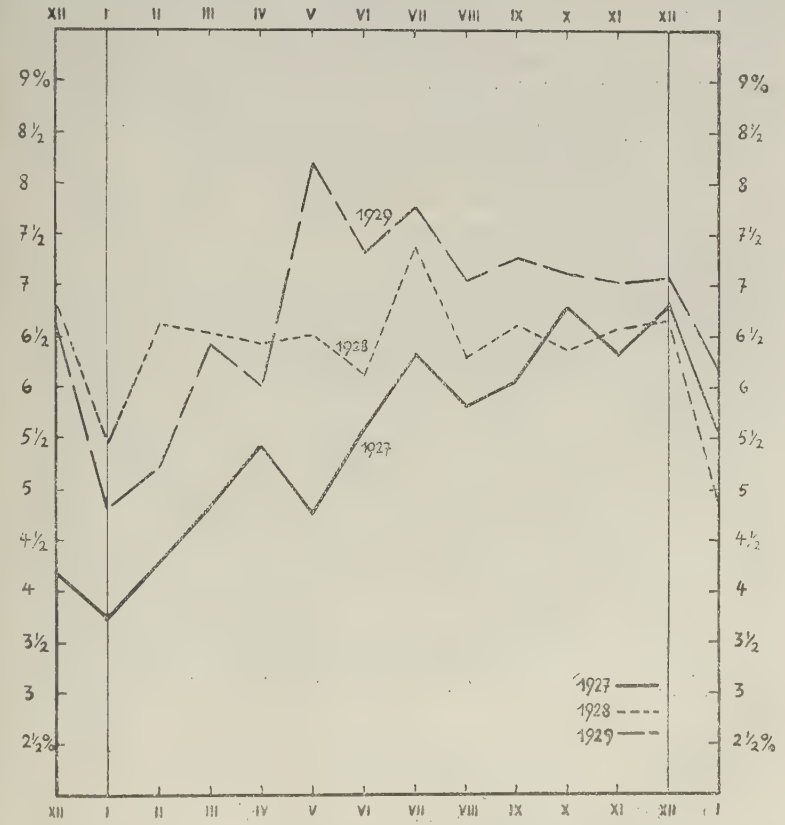
[20]) Nach Börsen- und Wirtschaftskalender der Frankfurter Zeitung Jg. 1929 S. 88, 1930 S. 90.

[21]) Ein Schema der Saisonschwankungen der Privatdiskontsätze in der Vorkriegszeit gibt Wagemann in „Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft", Berlin 1931, S. 89.

Schaubild 2.

Saisonmäßige Schwankungen der Zinssätze

(dargestellt an den Monatsdurchschnitten der Sätze für Tagesgeld an der Frankfurter Börse*) für die Jahre 1927—1929).



*) Nach Börsen- und Wirtschaftskalender der Frkftr. Ztg. Jahrg. 1929 S. 88 und 1931 S. 93.

In unserem Schaubild 2 sehen wir die saisonmäßige Entlastung im Januar und die entsprechende Belastung im Juli ganz deutlich. 1927 steigen die Zinssätze allmählich während des Jahres, trotzdem zeigt der Juli einen Höhepunkt und der Januar 1928 einen Tiefpunkt des Zinssatzes. Ganz klar ist die Saisonentwicklung der Kurve für das Jahr 1928 mit stark erhöhten Sätzen im Juli und den weitaus niedrigsten Sätzen im Januar der Jahre 1928 und 1929. 1929 wird die Saisonschwankung überdeckt durch die im Mai erfolgte Unterbrechung des ausländischen Kapitalzuflusses und durch die einsetzende deutsche Kapitalflucht[22]). Aber auch hier zeigt der Juli einen verhältnismäßigen Hochstand und die Monate Januar 1929 und Januar 1930 einen niedrigen Stand der Zinssätze. In den Jahren nach 1929 ist die saisonmäßige Tendenz der Entwicklung von Angebot und Nachfrage zum großen Teil durch andere Einflüsse überdeckt[23]).

3. Die Schwankungen im Konjunkturablauf[24]).

Der letzte große Einwirkungskreis von Angebot und Nachfrage auf die Entwicklung der Zinssätze erwächst aus dem Konjunkturzyklus der Wirtschaft. Aus der Wertsteigerung der Waren in der Aufschwungsperiode errechnet der Unternehmer mit Hilfe der Anschaffungswertrechnung Scheingewinne, die als zusätzliches Einkommen ausgeschüttet werden. Dies führt zu größerer Nachfrage nach Waren, die ihrerseits wieder Erhöhung der Preise zur Folge hat und so Ursache neuer Scheingewinne wird. Die hohen Scheingewinne veranlassen, ebenso wie wirkliche große Gewinne es tun, stets eine Ausweitung der Warenproduktion. Die erhöhte Produktion verursacht ihrerseits zusätzlichen Kapitalbedarf, insbesondere, wenn die vorhandenen Anlagen für die neue Produktion nicht mehr ausreichen und eine Betriebserweiterung erfolgt[25]). Der erhöhte Kapitalbedarf schlägt sich als größere Nachfrage auf den Kreditmärkten nieder, trifft hier aber zunächst auf ein unverändertes und später auf ein nur mäßig erhöhtes Angebot. Denn die Umwandlung von zusätzlichem Einkommen in neues Angebot auf den Kreditmärkten

---

[22]) Vgl. „Der Geld- und Kapitalmarkt im Jahre 1929", in Börsen- und Wirtschaftskalender Jg. 1930 S. 9.

[23]) 1930: Septemberwahl, 1931: Bankenkrise, 1932: allmählicher Abbau der überhöhten Zinssätze.

[24]) Vgl. zu diesem Abschnitt insbesondere: Fr. Schmidt, „Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre", Berlin 1933.

[25]) Diese Entwicklung ist zwangsläufig bei der Anschaffungswertrechnung. Erweitert der bisherige Produzent nicht selbst, so entstehen Konkurrenzunternehmen, die dann ihrerseits die Kreditnachfrage erhöhen.

ist ein Prozeß, der wesentlich mehr Zeit beansprucht, als die Initiative der Unternehmer benötigt, um von der Kenntnis der steigenden Warenpreise über den errechneten größeren Gewinn und den Ausweitungsbeschluß zu der vermehrten Nachfrage nach Kredit zu führen[26]). Die Folge ist eine Steigerung der Zinssätze innerhalb der weiter oben angeführten Grenzen. Allerdings verändern sich diese Grenzen ebenfalls in dieser Zeit des konjunkturellen Aufschwunges. Einerseits entsteht nämlich für den Debitor ein erhöhter Nutzungswert des Kredites aus den steigenden Warenpreisen. Auf der anderen Seite steigen die Selbstkosten des Kreditors, wie erhöhte Passivzinsen der Banken, größere Risikoprämien usw.

Umgekehrt ist naturgemäß die Entwicklung der Zinssätze in der Zeit des konjunkturellen Niederganges. Aus der allgemeinen Geschäftsschrumpfung resultiert eine verhältnismäßig große Liquidität der Unternehmungen, weil der Preissturz der Waren in der Krise die Initiative der Wirtschaft lähmt. Da selbst die vorhandenen Betriebsanlagen nicht voll ausgenutzt werden, besteht jetzt keine Neigung der Wirtschaft, weitere Anlagen zu erstellen. Die fortschreitenden Preissenkungen der Waren verringern ebenfalls die Kreditnachfrage, weil jetzt für dieselbe Warenmenge bedeutend weniger Geldmittel benötigt werden, als dies in der Zeit der Hochkonjunktur der Fall war. Hinzu kommt noch, daß die Produktion und die Lagerhaltung stark gedrosselt werden, da sie auch verringert dem Bedarf vollauf genügen. Auf der anderen Seite verstärken die jetzt nicht wieder angelegten Abschreibungsquoten entweder direkt oder auf dem Wege über die Rückzahlung der bisher genossenen Kredite das Angebot auf den Kreditmärkten. Die Folge des gestiegenen Angebotes und der gesunkenen Nachfrage ist ein starkes Absinken aller Zinssätze. Wie die überhöhten Zinssätze in der Hochkonjunktur die Auslösung der Krise verursachten, wird der in diesem Wirtschaftsstadium erreichte Tiefstand der Zinssätze Ausgangspunkt zum Aufschwung einer neuen Konjunktur werden.

Beobachten wir diese normale Entwicklung der Zinssätze im Konjunkturverlauf und wie sie in den letzten Jahren durch Außeneinflüsse gestört wurde an Hand des Schaubildes 3. Dieses zeigt uns die Zinskurven des Reichsbankdiskontes, des Privatdiskontes und der Warenwechsel mit Bankgiro, des Tages- und Monatsgeldes in Berlin, und

---

[26]) Außerdem fließt stets nur ein Teil der zusätzlichen Einkommen zu den Kreditmärkten, während der größere Teil von den Einkommensträgern selbst wirtschaftlich verwandt wird. Doch wird hierdurch ein Teil des Kreditbedarfes in der Wirtschaft selbst kompensiert, so daß dieser nicht als Nachfrage am Kreditmarkt erscheint.

zwar jeweils im Monatsdurchschnitt[27]) für die Jahre 1927—1932 sowie für den Januar 1933[28]).

Zunächst stellen wir fest, daß die Tendenz aller Zinssätze allgemein gesehen stets dieselbe ist, wobei naturgemäß die Ausschläge der Kurven sehr verschieden sind. Am stärksten schwanken die Börsensätze für Tagesgeld, an welchem Markt der Einfluß von Angebot und Nachfrage ja auch am unmittelbarsten ist. Am ruhigsten verläuft diejenige des Reichsbanksatzes, um welche die für bankgirierte Warenwechsel dauernd schwankt, während der Privatdiskont fast immer etwas niedriger ist. Nur einmal, in der Bankenkrise 1931, zeigen gerade diese Kurven die stärksten Ausschläge. Hierbei ist aber zu beachten, daß für die Reichsbankrate der Durchschnitt des ganzen Monats August angegeben ist, während für die anderen Sätze nur vom 12.—31. August, weil in der ersten Hälfte dieses Monats an den Kreditmärkten überhaupt kein Handel stattfand. Die gleichartige Entwicklung aller Zinskurven zeigt uns deutlich die jeweiligen Veränderungen der Angebots- und Nachfrageverhältnisse in der gesamten Wirtschaft im Konjunkturablauf.

Im Jahre 1927 steigen die Zinssätze dauernd, wenn auch mit Schwankungen; wir befinden uns in der Hochkonjunktur. Nach dem Jahresultimo bringt der Januar 1928 eine kräftige Entspannung (saisonmäßig), die aber nicht lange anhält. Die weiteren Monate zeigen ein ziemlich gleichmäßiges Niveau der Zinssätze, etwa auf der Höhe des letzten Vierteljahres 1927[29]), trotzdem die Warenproduktion mit Beginn der Krise Mitte 1928 bereits abgenommen hat. Erst die Jahreswende 1928/29 führt zu Zinssätzen, die unter denjenigen des Vorjahres liegen. Aber selbst diese noch mäßige Erleichterung bringt die großen Nachteile der kurzfristigen Auslandsverschuldung Deutschlands zum Vorschein. Zeigen nämlich die Geldmärkte ein Nachlassen der Nachfrage oder verstärktes Angebot und damit ein Sinken der Zinssätze, dann zieht das Ausland sofort Kredite zurück, weil ihm der Zinsertrag in Deutschland nicht mehr genügt. Andererseits zahlen deutsche Schuldner teilweise freiwillig die Auslandskredite zurück, weil der deutsche Kredit jetzt billiger als der ausländische ist. Die notwendige Folge ist eine Verknappung des Geldangebotes, das durch die

---

[27]) Im Juli 1931 nur für 1.—12. und im August für 12.—31. außer für den Reichsbanksatz.

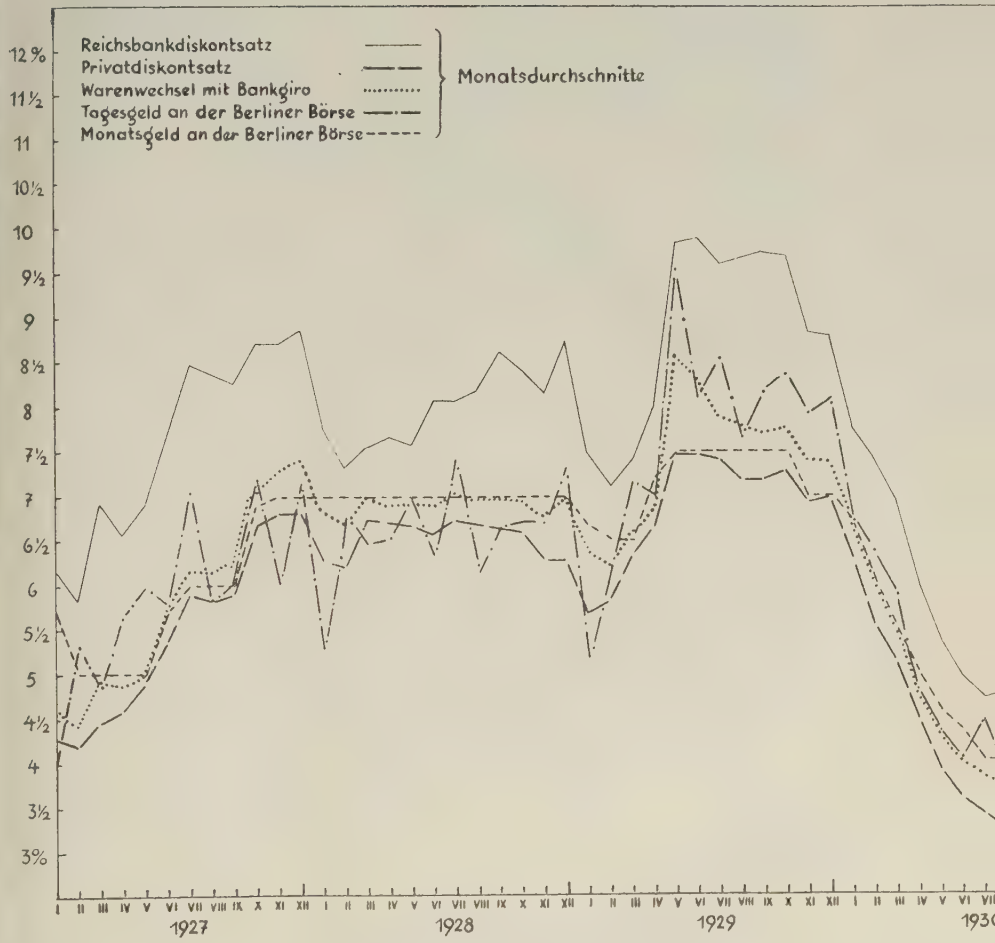
[28]) Nach dem Börsen- und Wirtschaftskalender Jg. 1929 S. 89, 1930 S. 90, 1931 S. 93, 1932 S. 73, 1933 S. 78. Für den Januar 1933 nach den täglichen Notierungen in der Frankfurter Zeitung.

[29]) Die Monatsgeldsätze steigen nach der Entspannung langsamer und erreichen erst im Herbst etwa wieder die Höhe des Vorjahres.

Schaubild 3.

Zinsschwankungen vom Januar 1927 b

dargestellt für:



*) Nach Börsen- und Wirtschaftskalender der Frkftr. Ztg., Jahrg. 1929 S. 88, 1931 S. 93 sowi

Zahlung an das Ausland für die deutsche Wirtschaft ja verloren geht. Die Zinssätze werden wieder in die Höhe getrieben. Verstärkt wird diese Entwicklung noch im weiteren Verlauf des Jahres 1929 durch die als Folge der ungünstigen Reparationsverhandlungen einsetzende Kapitalflucht aus Deutschland. Normalerweise hätte uns das Jahr 1929 aus der fortschreitenden Krise eine immer stärkere Verflüssigung der Kreditmärkte und damit fallende Zinssätze bringen müssen. Statt dessen haben wir Zinssätze, die über denjenigen der Hochkonjunktur liegen. Erst im Frühjahr 1930 tritt endlich die Verflüssigung ein, die aus der konjunkturellen Entwicklung längst erwachsen wäre, wenn sie nicht durch Auslandskündigungen und die Kapitalflucht aufgehalten worden wäre. Diese Entwicklung nimmt nun ihren normalen Verlauf, bis plötzlich die Septemberwahlen 1930 von neuem Kapitalflucht und Run des Auslandes auslösen. Die Folge ist ein Steigen der Zinssätze, ohne jedoch wieder die exorbitante Höhe des Vorjahres zu erreichen. Die sonst aus dem wirtschaftlichen Niedergang erwachsene Verflüssigung ist überkompensiert. Das erhöhte Zinsniveau bleibt etwa erhalten, bis das Ausland nach dem Zusammenbruch der Österreichischen Credit-Anstalt ab Ende Mai 1931 wieder mit verstärkten Geldabziehungen aus Deutschland beginnt und damit auch das Signal zu einem innerdeutschen Run auf die Banken gibt. Die daraus resultierende Verknappung der Kreditmärkte führt zu einem neuen Hinaufschnellen der Zinssätze, ja nach Ausbruch der Bankenkrise im Juli für kurze Zeit sogar zur vollständigen Einstellung des gesamten Kreditverkehrs. Kaum ist die deutsche Krise mit Hilfe einschneidender Maßnahmen, wie Bank- und Börsenfeiertagen, Kreditrestriktion und Devisenzwangswirtschaft in etwa überwunden, als der Ausbruch der englischen Währungskrise neue Beunruhigung in die Kreditmärkte bringt. Gegen Ende 1931 erleichtert sich die Lage wieder, doch liegt das Zinsniveau noch immer beträchtlich über den Vorjahren [30]), trotzdem der Niedergang der Wirtschaft inzwischen einen erschreckenden Umfang angenommen hat. Das normalerweise aus der Krise herauswachsende größere Kreditangebot ist bisher durch die angeführten außen- und innenpolitischen Ereignisse noch immer nicht eingetreten. Das mit der Geschäftsschrumpfung freiwerdende Kapital wird zur Rückzahlung kurzfristiger Auslandskredite benutzt oder durch die Kapitalflucht der deutschen Wirtschaft entzogen. Erst im Verlauf des Jahres 1932 kommt endlich die natürliche Entwicklung langsam zum Durchbruch. Die Kreditmärkte entspannen sich immer mehr. Um die Jahreswende 1932/33 ist das allgemeine Zinsniveau der Geldmärkte etwa wieder auf die Stufe ge-

[30]) Vgl. auch Schaubild 1.

sunken, auf der es sich bereits im Frühjahr 1930 befunden hatte, ehe aus der Politik neue Beunruhigung in die Wirtschaft getragen wurde. Bemerkenswert ist, daß 1932 der Satz für Monatsgeld die Abwärtsbewegung des Reichsbankdiskontes und der anderen aufgezeichneten Zinssätze nicht in dem Maße mitmachte, wie dies 1930 der Fall gewesen ist. Dieses Zögern ist sehr zu bedauern, denn erst dann werden die zinsmäßigen Hemmungen für den Aufschwung der Wirtschaft beseitigt sein, wenn die billigen Zinssätze der kurzfristigen Kreditmärkte auch auf den mittelfristigen und darüber hinaus auf den langfristigen Kapitalmärkten weitgehende Zinsermäßigungen zur Folge haben[31]).

d) Verschiedenheiten der Zinssätze, verursacht durch die Risikoprämien.

Bei der Untersuchung der Einwirkungen von Angebot und Nachfrage auf die Zinssätze haben wir festgestellt, daß die täglichen und auch die saisonmäßig auftretenden Schwankungen bei der gleichen Kreditart ganz von dem Spiel dieser beiden Kräfte abhängig sind. Ebenso beruht die mit der Konjunkturwelle mehr oder weniger parallel laufende Kurve der Zinssätze zu einem Teil auf dem Wechselspiel von Angebot und Nachfrage. Der andere Teil der Zinsschwankungen im Konjunkturverlauf[32]) und alle gleichzeitigen Unterschiede der Zinssätze auf verschiedenen Kreditmärkten ist dagegen die Folge der verschiedenen Selbstkosten des Kreditgebers, deren wesentlichsten Teil die im Zins enthaltenen Risikoprämien ausmachen.

Am deutlichsten sehen wir den Einfluß der Risikoprämien bei den Unterschieden zwischen den Zinssätzen für erste und zweite Adressen am Börsengeldmarkt. Bei den ersten Adressen ist im Zins keine Risikoprämie für Vertrags-Erfüllungs-Risiko enthalten, weil diese Kreditnehmer infolge ihrer inneren Qualität und der Zugehörigkeit zur Liquidationskasse als risikofrei anerkannt und gewertet werden. Die zweiten Adressen dagegen sind solche, die nicht als absolut risikofrei angesehen werden. Der Kreditgeber wird sich daher bei ihnen eine Risikoprämie berechnen und dem Zinssatz für risikofreie Kredite zuschlagen. So muß notwendig der Satz für zweite Adressen immer um die Risikoprämie höher als derjenige für erste Adressen liegen.

---

[31]) Inzwischen hat die Entlastung der deutschen Kreditmärkte weitere Fortschritte gemacht, so daß bereits an eine freiwillige Konversion der langfristigen verbrieften Anleihen gedacht werden kann.

[32]) Vgl. hierzu Mahlberg, „Kapitalleitung und Arbeitslosigkeit", Vortrag vor dem RKW, im Druck, Leipzig 1931, S. 8/9.

Wie die angeführten sind normalerweise auch die anderen gleichzeitigen Unterschiede der Zinssätze aus den verschieden hohen Selbstkosten der zugrunde liegenden Kredite zu erklären, wobei fast immer die Risikoprämie die ausschlaggebende Größe ist. Wir beschränken uns an dieser Stelle bewußt auf das eine Beispiel, um nicht der Untersuchung der einzelnen Risikoarten im folgenden Kapitel vorzugreifen.

Zwar kann sich auch einmal eine Kreditverflüssigung zuerst an einem Markt auswirken, während die anderen Märkte noch nicht davon betroffen worden sind. Sehr schnell aber wird die Freizügigkeit der Kreditmittel etwaige Zinsunterschiede beseitigen. Das Auseinanderklaffen der Zinssätze der kurz- und der langfristigen Kredite in der letzten Zeit ist kein Argument gegen unsere Behauptung, daß gleichzeitige Zinsunterschiede Ausfluß der Kreditselbstkosten sind. An und für sich müssen und werden sich die niedrigen Zinssätze der Geldmärkte durch die Abwanderung des Angebotes auf die Kapitalmärkte auch hier auswirken. Die Ermäßigung der Sätze kann aber nur erfolgen, soweit die Selbstkosten dieser Kredite nicht unterschritten werden. Zur Zeit sieht jedoch der Kreditgeber bei den langfristigen Krediten noch starke Risiken, deren Prämien eine Erhöhung seiner Kreditselbstkosten darstellen.

Angebot und Nachfrage können sich aber nur auf den reinen oder Nettozins auswirken, nicht dagegen die Selbstkosten des Kreditgebers angreifen. Ist nämlich der Bruttozins soweit gefallen, daß der Nettozins gleich Null ist, dem Kreditgeber also nur die Selbstkosten ersetzt werden, dann kann ein noch so großes Angebot bzw. eine noch so geringe Nachfrage nach Kredit den Zinssatz nicht mehr weiter herunterdrücken. Wird nämlich dem Kreditgeber im Zins nicht mehr der Ersatz seiner Selbstkosten geboten, dann wird er besser seine Mittel nicht ausleihen, sondern brachliegen lassen. Von der Einzelwirtschaft aus gesehen darf er einen Kredit unter Selbstkosten gar nicht gewähren, weil dies für ihn ein Verlustgeschäft darstellen würde. Aber auch vom gesamtwirtschaftlichen Standpunkt aus wäre ein solcher Kredit falsch und nicht gerechtfertigt. Entweder könnte der Kreditnehmer aus einem Kredit unter Selbstkosten einen Sondergewinn erzielen, der bei dem Kreditgeber Verlust sein würde. Die Gesamtwirtschaft hätte demnach nichts gewonnen, während der Gläubiger nach und nach enteignet würde. Oder die Kreditverwendung erlaubt es dem Debitor nicht, einen Zinssatz zu zahlen, der dem Kreditor seine Selbstkosten ersetzt. Dann ist jedoch diese Kreditverwendung eine wirtschaftliche Kapitalfehlleitung, weil Kosten aufgewendet werden, die nicht mindestens in derselben Höhe Erträge bringen.

Soll die Wirtschaft nicht stagnieren, dann muß mit allen Mitteln versucht werden, die Selbstkosten der Kredite herabzumindern. Das Problem der Kostensenkung entsteht aber nicht nur in dem angeführten Sonderfall, sondern ist in der Wirtschaft immer akut. Ganz besonders wichtig ist es für das Kreditleben dann, wenn die Zinssätze verhältnismäßig hoch sind und der normale Regulator: Angebot und Nachfrage, versagt. Üblicherweise entsteht sonst am Tiefpunkt der Konjunktur aus den nicht wieder investierten Abschreibungen und den in den Unternehmungen zurückgehaltenen Scheinverlusten[33]) eine Flüssigkeit der Kreditmärkte, die zu niedrigen Zinssätzen führt und damit den Weg zu einem Wirtschaftsaufschwung freimacht. Diese Erleichterung der Kreditlage ist bei der letzten Krise nicht in genügendem Ausmaße eingetreten[34]). Grund hierfür waren die großen Rückzahlungsverpflichtungen an das Ausland, die Deutschland weitgehend von Kreditmitteln entblößten. Ein niedriges Zinsniveau ist aber für die dringend notwendige Wirtschaftserholung unerläßlich. Schon im Jahre 1931 versuchte man durch Notverordnung eine Zinssenkung zwangsweise herbeizuführen. Dieser Versuch mußte jedoch fehlschlagen, weil gerade hierdurch die Selbstkosten des Kreditgebers, soweit sie Risikoprämie für das übernommene Vertrags-Erfüllungs-Risiko sind, gesteigert wurden[35]). Was wir benötigen, ist eine organische Zinssenkung, die aus der Wirtschaft selbst herauswachsen muß. Wir können nicht warten, bis vielleicht einmal aus einer reichlichen Verflüssigung der Kreditmärkte ein Absinken der Zinssätze erfolgt. Viel wesentlicher erscheint uns zur Zeit das Herabmindern der Kreditselbstkosten zu sein. Die wichtigsten Bestandteile dieser Selbstkosten sind die Risikoprämien für die vom Kreditgeber mit der Kreditgewährung übernommenen Risiken. Je größer die Risiken sind, um so größer sind auch die vom Kreditor eingerechneten Risikoprämien, die sich für den Debitor als erhöhten Zins auswirken. Daher hat die folgende Untersuchung der verschiedenen, im Kreditleben auftretenden Risikoarten den Zweck, die einzelnen Risiken in ihren Quellen und in ihren Auswirkungen, sowie die Möglichkeiten ihrer Ausschaltung zu untersuchen. Ist eine Ausschaltung möglich, dann wird die Risikoprämie wegfallen und damit die Kreditselbstkosten gesenkt werden können. Muß dagegen mit der Kreditgewährung ein Risiko übernommen werden, so ist eine entsprechende Risikoprämie im Zins nicht zu vermeiden. Für diesen Fall

---

[33]) Vgl. Schmidt, Die Industriekonjunktur — ein Rechenfehler. In Z.f.B. 1927 S. 196.

[34]) Vgl. hierzu Schaubild 3.

[35]) Vgl. hierzu unten S. 27 ff.

soll die folgende Untersuchung helfen, den Weg zu einer klaren Erkenntnis der Art und Höhe des eingegangenen Risikos zu bahnen. Während nämlich bisher die Höhe der Risikoprämie ganz von einer vagen Schätzung des Kreditgebers abhängig war, müssen wir versuchen, in der Kreditwirtschaft zu einer genauen Zinskalkulation und zu einer richtigen Risikopolitik zu kommen.

C. Die Risikoarten.

Die Zinssätze sind in Deutschland, vor allem auf den langfristigen Kreditmärkten, zur Zeit[1]) noch sehr hoch, eine Tatsache, welche bisher jeden Aufschwung der Wirtschaft aus der Krise vereitelt hat. Die Forderung nach Zinssenkung wird von allen Teilen der Wirtschaft immer wieder erhoben. Allmählich ist die Erkenntnis Allgemeingut geworden, daß nur bei wirklich ganz niedrigen Zinssätzen ein Wiederaufstieg des gesamten wirtschaftlichen Lebens Deutschlands möglich ist, weil die Kreditzinsen einen der wesentlichsten Kostenfaktoren für alle Zweige der Wirtschaft darstellen. Eine organische Zinssenkung ist aber auf die Dauer nicht möglich, wenn ihr nicht eine Senkung der Selbstkosten des Kreditgebers vorangeht.

Die Gemeinkosten, insbesondere diejenigen der großen Kreditvermittler, der Banken, sind in den letzten Jahrzehnten stark und übermäßig gestiegen. Sie müssen im Interesse der Gesamtwirtschaft wieder auf ein erträgliches, und zwar auf das geringstmögliche Maß zurückgeschraubt werden. Hier muß die Wirtschaft den bereits begonnenen Ausleseprozeß weiter durchführen und die mit zu hohen Kosten belasteten Betriebe zugunsten der am wirtschaftlichsten arbeitenden ausmerzen. Die Beschaffungskosten der Banken als Kreditvermittler sind heute bereits sehr weit zurückgegangen. Beim derzeitigen Stand des Depositensatzes sind große Senkungen kaum mehr möglich. Aber selbst wenn eine solche Möglichkeit bestände, würde ihre Durchführung bei der überragenden Bedeutung der Risikoprämien als Kostenfaktor keine fühlbare Erleichterung bringen.

Am wichtigsten erscheint uns die möglichst weitgehende Ausschaltung des wesentlichsten Teiles der Kreditselbstkosten, der Risikoprämien aus dem Kredit- und Wirtschaftsleben. Der beste Weg zu diesem Ziele wäre die Tilgung der Risiken selbst. Soweit dies jedoch nicht möglich ist, muß man dem Kreditgeber das Einkalkulieren der entsprechenden Risikoprämien in den Zins gestatten. Der Kreditnehmer wird sie dann bezahlen müssen. Aber auch der Kreditnehmer geht mit der Aufnahme von Krediten u. U. Risiken ein. Es ist notwendig, darauf hinzuweisen, daß die ihm hieraus entstehende, für den Zins gleichsam negative Risikoprämie dasselbe Recht auf Auswirkung im

[1]) Mitte 1933.

Sinne einer Ermäßigung des Zinssatzes hat, wie die Risikoprämie des Kreditgebers eine Erhöhung des Zinses bedingt. Diese Forderung wird sich allerdings nur bei gleichstarken Partnern des Kreditgeschäftes verwirklichen lassen. Gewöhnlich wird jedoch die Machtstellung des Kreditgebers zu stark sein, um ohne Dazutreten der Autorität des Staates dem Kreditnehmer dasselbe Recht einzuräumen, welches jener für sich in Anspruch nimmt. In vielen Fällen werden sich die Partner über die mit dem einzelnen Kredit wirklich eingegangenen Risiken und ihre Höhe gar nicht klar sein.

Im folgenden untersuchen wir die einzelnen der von den Unternehmern am Kreditmarkt eingegangenen Risiken auf ihre Wirkung, prüfen die Möglichkeit ihrer Ausschaltung und Abwälzung und versuchen ihr Gewicht für die Zinsgestaltung festzustellen.

I. Das Vertrags-Erfüllungs-Risiko.

Zuerst wenden wir uns der Betrachtung des Risikos zu, welches bisher als einziges der Risiken des Kreditlebens in der Literatur und in der Praxis der Zinsberechnung bereits einen größeren Raum einnimmt.

Knies und die späteren Autoren denken, wenn sie vom Risiko des Kredites sprechen, stets an dasjenige, welches für den Kreditgeber aus den persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnissen des Kreditnehmers erwächst. Wie wir im Laufe der Untersuchung sehen werden, ist dieses Risiko, das in der Literatur schlechthin den Namen „Kreditrisiko“ führt, gar nicht das einzige, ja nicht einmal das umfassendste Risiko im Kreditleben[2]). Kalveram schreibt über dieses Kreditrisiko: „Die Voraussetzungen für die vollzogene Kreditgewährung können sich verschlechtern. Es bedarf daher einer laufenden Beobachtung der persönlichen, geschäftlichen und vermögensrechtlichen Verhältnisse des Kreditnehmers. Auch müssen die übergebenen Deckungen nach Werthöhe, Wertdauer und Liquidität wiederholt neu eingeschätzt werden.“[3]) Hinzuzufügen wäre noch, daß das Risiko nicht notwendigerweise erst während der Laufzeit des Kredites einzutreten braucht, sondern auch bereits vor Beginn der Kreditfrist in den Gegebenheiten des Kreditnehmers begründet sein kann. Demnach besteht das Kreditrisiko in der Gefahr, daß der Kredit notleidend wird, d. h. der Kreditschuldner

[2]) Das Risiko, das die einschneidendsten Wirkungen auf das ganze Kreditleben ausübt, ist das Kaufkraftrisiko; vgl. weiter unten S. 115 ff.

[3]) Kalveram, Bankbetriebslehre, in „Handelshochschule“ Bd. 1 S. 1450.

ist nicht in der Lage, die laufenden Zinsen zu entrichten oder am Ende der Kreditfrist den Betrag zurückzuzahlen; er kann m. a. W. den Vertrag nicht ordnungsgemäß erfüllen. Zum Unterschied von den anderen das Kreditleben berührenden Risiken nennen wir dieses das „Vertrags-Erfüllungs-Risiko". Da es das augenfälligste aller Risiken ist, hat es in der Theorie die angeführte Verbreitung gefunden und übt auch in der Praxis den größten Einfluß auf die Zinssätze der Kreditmärkte aus.

a) Quellen.

1. Die persönlichen Verhältnisse des Kreditnehmers.

Die verschiedensten Gründe sind es, die dem Debitor die Vertragserfüllung unmöglich machen können. Zunächst denken wir daran, daß die Vermögenslage des Schuldners selbst die Ursache ist. Dieses kann wieder verschuldet oder unverschuldet der Fall sein. Verschuldet ist das Unvermögen zur Leistung dann, wenn es durch die Wirtschaftsführung des Debitors hervorgerufen worden ist. Der Unternehmer an der Börse mag sich auf spekulative Geschäfte mit großer Verlustgefahr eingelassen haben. Der Industrielle und der Warenhändler kann schlechte oder schwer verkäufliche Ware oder aber zu teure Ware hergestellt bzw. eingekauft haben. Auch über den wirklichen Bedarf vorhandene und darum unverkäufliche Waren können dem Schuldner die Rückzahlung des Kredites unmöglich machen. Ebenso Kredite, die fahrlässig der Kundschaft eingeräumt wurden und zur Zeit oder dauernd uneinbringlich sind.

Auf der anderen Seite besteht aber auch die Möglichkeit, daß der Debitor unverschuldet in die Lage gerät, seine Kredite nicht vertragsmäßig zurückzahlen zu können. Sei es, daß er selbst trotz vorsichtiger Auswahl seiner Schuldner die fälligen Außenstände nicht hereinbekommt oder bei Verschlechterung der Wirtschaftslage die Produktion nur mit Schwierigkeiten umstellen kann. Ferner können behördliche Maßnahmen die Liquidierung seiner Guthaben und Wertpapiere unmöglich machen. Auch der weitgehende Vollstreckungsschutz der letzten Jahre hatte teilweise Zahlungseinstellung der betroffenen Gläubiger zur Folge. Außer einer schlechten Vermögenslage kann auch der Mangel an wirtschaftlicher Fähigkeit oder an moralischer Qualität des Schuldners eine Quelle des Vertrags-Erfüllungs-Risikos sein.

2. Die Verhältnisse des Wirtschaftszweiges, in dem der Kredit seine Verwendung findet.

Kann das Vertrags-Erfüllungs-Risiko so in der Person oder der augenblicklichen Vermögenslage des einzelnen Schuldners begründet sein, so erwächst dem Kreditor darüber hinaus ein weiteres Risiko, welches in den speziellen Gegebenheiten der Industrie bzw. des Marktes bedingt ist, wo der Kredit seine Verwendung findet. In lebenswichtigen Industrien ist die Gefahr der Geschäftsschrumpfung und das aus ihr resultierende Vertrags-Erfüllungs-Risiko naturgemäß sehr gering. Industrien dagegen, die für Luxusbedürfnisse arbeiten, tragen großes Risiko, insbesondere wenn ihre Produkte der Mode unterworfen sind. Industrien mit langfristiger Produktion sind weit risikoempfindlicher als solche, deren Produktion nur wenige Tage beansprucht. Auch die Landwirtschaft ist in ihrer weitgehenden Abhängigkeit vom Wetter und der Verderblichkeit ihrer Erzeugnisse wegen mit einem starken Risiko belastet. Entsprechend ist die Risikointensität des Handels abhängig von der größeren oder geringeren Verkäuflichkeit seiner jeweiligen Waren.

3. Die allgemeinen Verhältnisse der Wirtschaft.

Weitere Quellen des Vertrags-Erfüllungs-Risikos können den allgemeinen Verhältnissen des Wirtschaftsgebietes entspringen, für welches der Kredit bestimmt ist. Die Unsicherheit der Kredite erhöht sich, wenn ein Land von Krieg oder Wirtschaftskrise heimgesucht wird, und flaut wieder ab, sobald bessere Zeiten zurückkehren. Anders ist es, wenn das größere Risiko aus unsicherer Rechts- oder Verkehrslage eines Landes resultiert[4]) und somit dauernd ist, es sei denn, daß die Ursachen selbst durch die wirtschaftliche und rechtliche Weiterentwicklung des Landes beseitigt werden. Das größere Risiko drückt sich in einem anderen Ländern gegenüber dauernd höheren Zinsniveau aus. So haben die Balkanstaaten Albanien, Bulgarien und Griechenland z. B. stets offizielle Diskontsätze, welche 2—6% über dem in den

---

[4]) Diehl führt in seiner „Lehre von der Distribution", Jena 1933, S. 389 nach H. B. Harbbert, "The Passing of Korea" als monatlichen Anleihezinssatz in Korea 2—5% an. Er zitiert dann: „In einem Lande, in dem die Räuberei zur zweiten Natur gehört und Privatrechte wenig geachtet werden, kann die als beste erscheinende Sicherheit sich als zerbrochenes Rohr erweisen, wenn der Gläubiger kommt, um sich darauf zu stützen."

letzten Jahren selbst abnorm hohen deutschen Reichsbanksatz[5]) liegen. Aber nicht nur die Zinsen in Ländern mit schlecht beurteilten Rechts- und Verkehrsverhältnissen, sondern auch alle Geschäfte mit solchen Ländern sind mit erhöhter Risikoprämie belastet. Eine Exportfinanzierung nach den Vereinigten Staaten erhält daher stets günstigere Bedingungen als eine solche nach China.

Zu den aus der Rechtsunsicherheit entstehenden Risikoursachen sind auch die staatlichen Zwangseingriffe in die Wirtschaft zu zählen. Hierhin gehören auch die Banken- und Börsenfeiertage von 1931. Sie beunruhigten das Wirtschaftsleben weitgehend und erhöhten im Zusammenhang mit den Kreditrückziehungen des Auslandes und den Kapitalfluchttendenzen jener Zeit sehr stark die Zinssätze an allen Märkten. Die Zwangsherabsetzung der Zinsen durch die Notverordnung für bestehende langfristige Kredite ab Januar 1932 von 8 auf 6%[6]) und diejenige für landwirtschaftliche Hypotheken ab Oktober 1932 auf 4% zeigte neue Auswirkungen des vom Kreditgeber eingegangenen Vertrags-Erfüllungs-Risikos auf seine Zinseinnahmen, ganz unabhängig von den wirtschaftlichen Verhältnissen des Schuldners. Mit den gleichen Notverordnungen wurden verschiedene Zahlungssperrfristen für Hypotheken festgesetzt, den betroffenen Gläubigern damit für diese Zeit unmöglich machend, auf der vertragsmäßigen Erfüllung der Kreditverträge zu bestehen. Jeder dieser Eingriffe stellte somit eine Erhöhung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos im Kredit dar.

b) Die Auswirkungen des Vertrags-Erfüllungs-Risikos.

Die Wirkungen des Vertrags-Erfüllungs-Risikos sind in zwei Gruppen einzuteilen, erstens in diejenigen, welche die Rückzahlung des Kreditbetrages selbst betreffen, und zweitens in solche, die sich auf den Zinsendienst auswirken. Alle aber treffen nur den Kreditgeber, der seine vertragsmäßige Leistung zu Beginn der Kreditfrist vollbringt, während die Leistungen des Kreditnehmers erst in der Zukunft fällig werden.

---

[5]) Die off. Diskontsätze betrugen nach Angabe des Börsen- und Wirtschaftskalenders von 1931 S. 92 und 1933 S. 79 in den folgenden Ländern zu Beginn der Jahre

	1928	1929	1930	1931	1932	1933
Albanien . . .	9	9	9	9	8	8%
Bulgarien . . .	10	9	10	10	9,5	8,5%
Griechenland . .	10	9	9	9	11	10%
Deutschland . .	7	7	7	5	7	4%

[6]) Dies ist der Normalfall, Sätze zwischen 6 und 8% wurden auf 6%, Sätze über 8% im Verhältnis 8:6 konvertiert.

Der Kreditnehmer dagegen wird aus denselben Gründen von den Wirkungen dieses Risikos gar nicht berührt[7]). Ursprünglich sind alle Kreditarten vom Tagesgeldkredit bis zum langfristigsten Kapitalkredit mit Vertrags-Erfüllungs-Risiko belastet. Je länger allerdings die Kreditfrist ist, um so stärker wird sich das Risiko auswirken können, weil sich die wirtschaftlichen Verhältnisse des Kreditnehmers im Laufe der Zeit immer mehr verschlechtern können.

1. Die Wirkungen des Vertrags-Erfüllungs-Risikos auf die Kreditrückzahlung.

Der Kreditor übergibt für die Laufzeit des Kredites Teile seines Vermögens oder Güter, die er selbst auf dem Kreditwege zur wirtschaftlichen Nutzung erhalten hat[8]), in das Eigentum und die Wirtschaftsführung des Debitors. Es besteht nun die Gefahr, daß der Kreditnehmer nach Ablauf der Kreditfrist nicht in der Lage sein wird, den erhaltenen Kredit vertragsmäßig zurückzuzahlen. Hierbei sind eine Menge gradueller Unterschiede von der augenblicklichen Zahlungsschwierigkeit bis zur vollkommenen Zahlungsunfähigkeit des Schuldners möglich. Der Schuldner kann z. B. zwar nicht am Fälligkeitstage, wohl aber an einem der nächsten Tage die Leistung ordnungsgemäß bewerkstelligen. Für Industrie und Handel ist diese Schwierigkeit nicht von sehr großer Bedeutung, müssen sie doch fast usancemäßig damit rechnen, daß sich der Eingang ihrer Außenstände um einige Tage verschiebt. Für den Unternehmer am Geld- und Kapitalmarkt hat dagegen jede Abweichung vom ausbedungenen Termin erhöhte Bedeutung insofern, als ihm dadurch u. U. kurzfristige Geschäfte mit erheblicher Gewinnchance entgehen können. Trotzdem kann auch „die Bank niemals auf genaue Einhaltung von Kündigungsfristen bei gewährten Krediten drängen — sie würde dadurch ihre Kundschaft einbüßen und das ausstehende Aktivum schädigen“[9]). Größer noch werden die Schwierigkeiten für den Gläubiger und dann auch in Handel und Industrie, wenn der Schuldner statt in der abge-

---

[7]) Der Debitor geht dieses kreditmäßige Vertrags-Erfüllungs-Risiko nicht ein. Wohl geht er ein anderes ein, das aber nicht in den Verhältnissen des Kreditpartners, sondern in seinen eigenen begründet ist. Er riskiert nämlich, daß er selbst am Fälligkeitstage nicht zur vertragsmäßigen Leistung imstande ist. Bei unserer Untersuchung steht aber nur das Risiko zur Debatte, daß der Kreditkontrahent nicht in der Lage ist, den Vertrag ordnungsgemäß zu erfüllen.

[8]) Der Fall der Bank als Kreditsammel- und -verteilungsstelle.

[9]) Kalveram, „Bankbetriebslehre“, in Handelshochschule Bd. 1 S. 1452.

machten Art und Weise nur in einer anderen Form oder gar vorläufig überhaupt nicht leisten kann. Diese Aufschiebung der Leistung des Debitors wirkt sich beim Gläubiger zunächst nur als ein eventueller Gewinnentgang aus, weil ihm bis zur Rückzahlung des Kredites andere, gewinnbringendere Geschäfte verschlossen sind. Erst wenn der Kreditgeber im Vertrauen auf ordnungsmäßige Vertragserfüllung durch den Schuldner für diesen Termin bereits neue Abschlüsse getätigt hat und jetzt teuren Ersatz beischaffen oder eine Abstandssumme zahlen muß, entsteht ihm über den Gewinnentgang hinaus auch ein wirklicher Verlust. Für diesen kann er zwar rechtlich vom Debitor Ersatz verlangen, doch wird mit dem Eingang desselben bei dubiosen Schuldnern relativ selten zu rechnen sein.

Darüber hinaus geht der Kreditor das Risiko[10]) ein, daß der Schuldner nicht nur vorläufig, sondern dauernd außerstande sein wird, den gesamten Kreditbetrag zurückzuzahlen. Zahlt der Kreditor nur einen Teil der Kreditsumme zurück, dann wird den Gläubiger neben dem entgangenen Gewinn auch noch der effektive Verlust eines kleineren oder größeren Teiles der Kreditsumme treffen. In vielen Fällen wird der Kreditgeber sogar die Gesamtheit des dem Debitor eingeräumten Kredites verlieren.

2. Auswirkungen auf die Zinszahlung.

Üblicherweise war früher der Zinssatz für die ganze Dauer des Kreditvertrages bestimmt, meist in einer starren Höhe, beim Kontokorrentkredit aber auch gleitend in bestimmter Relation an einen verbreiteten Zinssatz, etwa an den Reichsbankdiskont gebunden. Ergab sich, daß der abgemachte Satz nicht mehr den Marktverhältnissen entsprach, dann wurde dieser Vertrag gekündigt und eventuell auf einer anderen Zinsbasis ein neuer abgeschlossen[11]). Das Vertrags-Erfüllungs-Risiko erstreckte sich auf den Zins meist nur insofern, als mit dem Verlust der Kreditsumme auch der Verlust der noch nicht gezahlten Zinsen verbunden war. Beim Hinausschieben der Rückzahlung wurde im allgemeinen der Zins in der bisherigen oder in einer neu festgesetzten Höhe weiterbezahlt.

Erst mit den von der Regierung diktierten Zinskonversionen der letzten Jahre trat das Vertrags-Erfüllungs-Risiko in der neuen Form in

---

[10]) In diesem Abschnitt bedeutet der Ausdruck Risiko naturgemäß stets Vertrags-Erfüllungs-Risiko.

[11]) Z. B. der Fall der echten Zinskonversion.

Erscheinung, daß die bei Vertragsabschluß festgesetzten Zinssätze später von außen her zwangsweise gesenkt wurden. Der Kreditgeber erlitt durch die Zinsherabsetzung einen entsprechenden Gewinnentgang. Dieses Risiko ist für den Kreditgeber um so gefährlicher, als seine Größe beim Abschluß des Kreditvertrages gar nicht geschätzt werden kann. Eine solche allgemeine, zwangsweise Zinskonversion hat ihren Grund nicht in den tatsächlichen Verhältnissen des einzelnen Kreditschuldners, sondern wird aus allgemeinwirtschaftlichen Gründen dekretiert. Der Schuldner wird nach verordneter Zinssenkung nur den dann geltenden niedrigen Zins entrichten, auch wenn er in der Lage ist, den früheren, vertragsmäßig ausgemachten, aber höheren Zinssatz zu leisten. Jeder langfristige Kredit, auch derjenige, der sonst frei von Vertrags-Erfüllungs-Risiko wäre, ist durch die Möglichkeit einer Zwangskonversion mit einem solchen Risiko belastet. Es besteht in der Gefahr, daß die vertraglich festgelegten Zinsen früher oder später durch Staatsakt ermäßigt werden und sich für den Kreditgeber damit ein Gewinnentgang aus dieser Kapitalanlage ergibt.

c) Übernahme des Vertrags-Erfüllungs-Risikos in voller Höhe bei der Kreditgewährung.

1. Durch den Kreditgeber gegen Berechnung einer Risikoprämie im Zins.

Wie wir gesehen haben, erwächst aus der Gefahr, daß der Kreditnehmer den Vertrag nicht ordnungsgemäß erfüllen wird, für den Gläubiger das Vertrags-Erfüllungs-Risiko. Hegt der Kreditgeber gar kein Vertrauen in die Vertragserfüllung durch den Kreditnehmer, dann wird er den verlangten Kredit nicht gewähren. Dasselbe ist der Fall, wenn das mit dem Kredit verbundene Vertrags-Erfüllungs-Risiko verhältnismäßig sehr groß ist. Wird aber ein Kredit gewährt, dann wird auch das ihm anhaftende Risiko übernommen.

Für die Übernahme dieses Risikos wird sich der Kreditgeber regelmäßig eine Risikoprämie im Zins bezahlen lassen. Diese Prämie wird für den einzelnen Kredit verschieden sein, je nach der Größe des eingegangenen Risikos. Die Schätzung des jeweiligen Risikos ist aber eine durchaus subjektive Angelegenheit des Kreditgebers, wobei der eine dieses höher, der andere es geringer veranschlagen wird. Das wirklich eingegangene Vertrags-Erfüllungs-Risiko läßt sich objektiv nur selten genau feststellen. Diese Schwierigkeit besteht auch nach vollständig abgewickeltem Kreditgeschäft. Das Risiko ist nämlich nicht, wie Knies

glaubt[12]), gleich dem tatsächlich eingetretenen Verlust bzw. Gewinnentgang. Es ist vielmehr die Gefahr, daß ein Gewinnentgang oder gar eine Vermögensminderung durch den Kredit entsteht. Diese Gefahr kann aber im Einzelfall außerordentlich groß sein und braucht doch nicht zu einem wirklichen Verlust zu führen.

Die Schätzung des Risikos und damit die Berechnung der Risikoprämie im Zins ist dem einzelnen Kreditgeber überlassen. Insbesondere wenn keine Konkurrenz zu fürchten ist, wird hierbei oft nicht nur „die von jedem unbefangenen, verständigen Dritten anzuerkennende Gefahr wirksam werden, sondern auch die vermeintliche Gefahr, welche die Vorstellungen eines ängstlichen oder kurzsichtigen Gläubigers beherrscht“[13]). Wie leicht tatsächlich der Kreditgeber zur Überschätzung der Verlustgefahren neigt, ersieht man aus den Schwierigkeiten der Firmen, deren Kreditwürdigkeit auch nur gerüchtweise besprochen wird, neuen Kredit selbst zu erhöhtem Zinssatz = größerer Risikoprämie zu erhalten. Verliert gar eine Bank das Vertrauen ihrer ängstlich gewordenen Kundschaft, dann kann der einsetzende Run aller Einleger es der Bank wirklich unmöglich machen, ihre vertragsmäßigen Leistungen zu bewirken. Die Verlustgefahr entsteht so mitunter erst durch die übergroße Ängstlichkeit der Gläubiger. Gerade hier erkennt man, wie eng doch die Beziehungen zwischen Kredit und Vertrauen in die Vertragserfüllung durch den Kreditnehmer sind.

Notwendig wäre hier eine Zinskalkulation auf Grund einer genauen Analyse der mit dem einzelnen Kredit eingegangenen Risiken. Statt dessen hat — vor allem bei Kreditgewährungen durch Banken — eine bedauerliche Schematisierung in der Behandlung der Kreditgesuche Platz gegriffen[14]). Ein fast risikofreier Kredit muß dann ebensoviel Zinsen zahlen wie ein Kredit, der seines übermäßigen Risikos wegen überhaupt nicht gewährt werden dürfte. Dies hat im Verein mit dem Sicherheitswahn der Banken bei gedeckten Krediten gerade zu den großen Verlusten in der Kreditkrise geführt. Würde jeder Kredit individuell entsprechend dem eingegangenen Risiko belastet, dann hätte jeder Beteiligte schon ein egoistisches Interesse an einer möglichsten Beschränkung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos.

Für die Gesamtwirtschaft viel wichtiger als die Übernahme des Risikos durch den Kreditgeber ist aber die Bekämpfung und möglichst weitgehende Ausschaltung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos aus dem

---

[12]) Vgl. Knies, Geld und Kredit, II. Abt., Der Kredit II S. 21 und oben S. 8.

[13]) Knies a. a. O. S. 85.

[14]) Die Mindestbedingungen der örtlichen Bankenvereinigungen sind ein Beispiel solcher Schematisierung. Vgl. S. 45 f.

Kreditleben. Nur sie kann zu einer wirklichen und dauerhaften Zinssenkung führen.

Auch die objektive Risikoverteilung des übernommenen Risikos durch den Kreditgeber stellt keine Befreiung der Kreditwirtschaft von diesem Risiko dar. Sie ist nur ein interner Versuch des Gläubigers, durch Mischung von risikointensiven und risikofreien Krediten zu einem tragbaren Durchschnittsrisiko zu kommen. Wie jede Durchschnittsrechnung trägt die objektive Risikoverteilung die Gefahr in sich, das Augenmerk vom Risiko des einzelnen Kredites abzulenken. Aber nur eine Bekämpfung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos in jedem Einzelfall kann auch zu einer tatsächlichen Risikobeschränkung im Kreditleben führen.

2. Möglichkeit der subjektiven Risikoverteilung auf mehrere Kreditgeber.

Wenn ein Kreditgeschäft über eine sehr große Kreditsumme lautet, kann das damit übernommene Vertrags-Erfüllungs-Risiko über die Kraft des einzelnen Kreditgebers hinausgehen. Es besteht dann die Möglichkeit, daß sich mehrere Kapitalisten an der Kreditgewährung beteiligen. Diese subjektive Risikoverteilung erfolgt meist durch Bildung von Konsortien für spezielle Kredite oder durch Aufteilung hoher Kontokorrentkredite auf mehrere Banken[15]). Außerdem ist sie bei Versicherungsabschlüssen über große Beträge üblich.

Eine subjektive Risikoverteilung ist nur dann berechtigt, wenn das dem Kredit anhaftende Risiko zwar absolut, nicht aber auch relativ zu groß ist. Das Risiko des Kredites an sich wird nämlich durch die Risikoverteilung nicht beschränkt. Mit der Kreditgewährung muß das Vertrags-Erfüllungs-Risiko voll übernommen werden. Es wird nur auf mehrere Schultern verteilt. Die Risikoverteilung soll daher nicht bei risikointensiven Krediten vorkommen, sondern nur bei solchen, die auf sehr große Kreditbeträge lauten.

Da das Vertrags-Erfüllungs-Risiko an sich durch die Risikoverteilung nicht geringer wird, kann sich die letztere auch nicht in einer Ermäßigung der Risikoprämie auswirken. Sie ist kein Hilfsmittel zur Bekämpfung des Risikos als solches. Demgemäß wird sie auch keine niedrigen Zusätze herbeiführen können.

---

[15]) Vgl. Kalveram, „Bankbetriebslehre", Art. im Handwörterbuch der Betriebswirtschaft Bd. I, Stuttgart 1926, Sp. 557.

3. Abwälzung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos auf Dritte durch Versicherung.

Der oder — bei subjektiver Risikoverteilung — die Kreditgeber können das mit der Kreditgewährung übernommene Vertrags-Erfüllungs-Risiko ganz oder zu einem Teil durch Versicherung auf Dritte abwälzen. Auch die Abwälzung bedeutet eine Verlagerung und keine Beschränkung des Risikos. Ja, die Möglichkeit der Kreditversicherung führt gerade dazu, auch stark risikointensive Kredite noch zu gewähren. Das Abzahlungsgeschäft hätte, insbesondere bei Konsumgütern, wohl nie den jetzigen Umfang erreicht, wenn nicht die Risikoabwälzung mit Hilfe der Rückversicherung erfolgen könnte. Für die auf den Abzahlungsverkauf angewiesenen Wirtschaftszweige ist die Kreditversicherung naturgemäß von einer lebenswichtigen Bedeutung[16]). Bei den bankmäßig gegebenen Krediten hat die eigentliche Kreditversicherung dagegen keinen umfassenden Einfluß gewonnen[17]).

Weit verbreitet ist eine Art indirekter Risikoabwälzung bei Bankkrediten. Kalveram[18]) führt die Versicherung von Warenlagern und von Warenverschiffungen an. Im Grunde ist dies keine Abwälzung des mit der Kreditgewährung eingegangenen Vertrags-Erfüllungs-Risikos, sondern eine „Sicherung der Kreditsicherung". Nur ein Teil des Risikos ist versichert, nämlich soweit es aus der Gefahr des zufälligen Unterganges der Waren entspringt, welche die Sicherung des Kredites selbst darstellen sollen.

Bedeutet die Abwälzung auch keine Beschränkung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos im Kreditleben, so ist sie doch stets mit einer Verteuerung des Kredites verbunden. Während nämlich der Kreditgeber bei Selbstversicherung im Zinssatz nur eine Risikoprämie anfordert, muß bei einer Fremdversicherung die naturgemäß bedeutend größere Versicherungsprämie bezahlt werden[19]). Die eigentliche Gefahr be-

---

[16]) Zur Zeit versucht man wieder eine Belebung der Absatzfinanzierung durchzuführen. Aus den Verlusterfahrungen der Favag, der Deutschen Automobilbank und der Kreditanstalt für Verkehrsmittel heraus will man sich diesmal jedoch auf die „Verkäufe von Produktionsmitteln an den letzten Bezieher" beschränken. Vgl. „Neubelebung der Absatzfinanzierung", in Frankfurter Zeitung Nr. 265 vom 28. 5. 1934.

[17]) Über die Kreditversicherung ist ein ziemlich umfangreiches Schrifttum erschienen. Vgl. vor allem Schlesinger, Gg., „Zur Frage des Kredites und der Kreditversicherung", Berlin 1929.

[18]) Vgl. Kalveram a. a. O. Sp. 557.

[19]) Die Versicherungsprämie ist deshalb größer, weil sie neben der Risikoprämie noch die Verwaltungs- und anderen Kosten des Versicherers und dessen Gewinn enthält.

steht aber darin, daß stark risikobelastete Kredite, die bei restloser Übernahme des Risikos durch den Kreditgeber nicht mehr gegeben würden, im Hinblick auf die Möglichkeit der Risikoabwälzung doch noch gewährt werden.

d) Die Möglichkeiten der Bekämpfung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos im Kredit.

Wir haben gesehen, daß die Übernahme des Vertrags-Erfüllungs-Risikos für den Kreditgeber die Berechnung einer Risikoprämie im Zins notwendig macht. Des weiteren mußten wir feststellen, daß Risikoverteilung und Risikoabwälzung nicht in der Lage sind, das dem jeweiligen Kredit anhaftende Risiko zu beschränken. Andererseits ist aber zu einer wirklichen und dauernden Zinssenkung eine Herabminderung dieses Risikos unbedingt notwendig. Wir wenden uns daher jetzt der Untersuchung der Möglichkeiten zu, das Vertrags-Erfüllungs-Risiko wirksam zu bekämpfen. Tatsächlichen Erfolg verbürgt hier nur ein möglichst weitgehendes Eindämmen der Quellen dieses Risikos, die wir oben kennengelernt haben[20]).

1. Vertrauensstärkung im gesamten Wirtschaftsleben.

In den Jahren vor 1933 hatte das Vertrags-Erfüllungs-Risiko im Kredit stark zugenommen. Deutschland befand sich in einer Krisis, die sowohl die moralischen als auch die wirtschaftlichen Grundlagen des Kreditlebens heftig erschütterte. Hinzu kam die politische Zerrissenheit des Volkes, die eine stabile Staatsführung unmöglich machte und so das Risiko weiter verstärkte. Außerdem hatten noch staatliche Zwangseingriffe in die Kreditwirtschaft wie Zwangskonversion und übersteigerter Schuldnerschutz eine weitere Verschärfung des Risikos mit sich gebracht. Ja, die Zinsermäßigung der IV. Notverordnung hatte eine neue Auswirkungsmöglichkeit des Vertrags-Erfüllungs-Risikos gezeitigt.

Hier galt es also, eine Beruhigung des gesamten Wirtschaftslebens durch möglichste Heilung der entstandenen und Vermeiden neuer Schäden herbeizuführen. Die erste Voraussetzung wurde durch den Sieg des Nationalsozialismus Anfang 1933 gegeben. Die neue, im Volk verwurzelte und von seiner Begeisterung getragene Regierung stellt seit Jahrzehnten zum ersten Male wieder eine wirkliche Macht dar, die nicht

[20]) Vgl. weiter oben S. 26ff.

von den Zufälligkeiten eines Parlamentes abhängig ist. Daher wird es ihr auch möglich sein, ihr sofort mit Verantwortungsbewußtsein begonnenes Sanierungswerk der deutschen Wirtschaft zu einem guten Ende zu führen. Die Reinigung der Wirtschaft von unsauberen Elementen und die vielen Maßnahmen zur Hebung und Besserung der Gesamtwirtschaft haben bereits zu einer Vertrauensstärkung im Kreditleben geführt. Diese Vertrauensstärkung hat ihren Niederschlag gefunden in dem Absinken der Zinssätze für langfristige Kredite in der letzten Zeit. So hat sich die Effektivverzinsung der öffentlichen Anleihen von 7,62% Ende 1932 auf 6,39% Ende Februar 1934 ermäßigt[21]). Der von der Regierung mit allen Mitteln geförderte Wirtschaftsaufschwung wird uns weiter sinkende Risikoprämien bringen. Verstärkt werden könnte das aufkeimende Vertrauen zu langfristigen Krediten noch durch eine verbindliche Erklärung der Regierung, daß man in Zukunft jeden Zwangseingriff in bestehende Verträge vermeiden wird.

2. Versuche der Praxis, bei den einzelnen Kreditarten das Vertrags-Erfüllungs-Risiko auszuschalten oder zu dämpfen.

Durch eine allgemeine Vertrauensstärkung innerhalb der gesamten Wirtschaft wird die eine Quelle des Vertrags-Erfüllungs-Risikos ganz oder doch teilweise verstopft. Das Risiko bleibt aber insoweit bestehen, als es aus der Kreditverwendung und aus den persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnissen des Kreditnehmers selbst erwächst. Zu seiner Beschränkung muß der Kampf bei jedem einzelnen Kredit individuell geführt werden. In der Folge betrachten wir die einzelnen Kreditarten der Praxis und die jeweils gegebenen Ausschaltungs- und Dämpfungsmöglichkeiten des Risikos. Hierbei kommt es uns nicht darauf an, die verschiedenen Kreditarten und ihre Technik aufzuzeigen. Dies werden wir nur so weit tun, als es zur Erreichung unseres Zweckes notwendig ist. Wir wollen hier die Versuche der Praxis darstellen, sich dem Vertrags-Erfüllungs-Risiko ganz oder doch zu einem Teil zu entziehen. Darüber hinaus wollen wir zeigen, wie die größere oder geringere Dämpfung dieses Risikos auf dem Umwege über die einkalkulierte Risikoprämie auch den Zins des betreffenden Kredites entsprechend beeinflußt.

---

[21]) Errechnet auf Grund der in Wirtschaft und Statistik 14. Jahrg. S. 188 veröffentlichten Kurse dieser Anleihen. Vgl. auch weiter unten S. 113.

aa) Risikobekämpfung beim Kreditverkauf durch Eigentumsvorbehalt an der verkauften Ware.

Als ersten sehen wir uns den Kreditkomplex an, der im Gefolge des Warenhandels, beim Kauf bzw. Verkauf auf Kredit auftritt. Wie bei fast allen Krediten wird auch bei diesem nicht die Warenmenge, sondern deren Kaufpreis, also eine Geldsumme kreditiert.

Normalerweise behält sich der Verkäufer bei einem Kreditverkauf das Eigentum an der verkauften Ware bis zur vollständigen Bezahlung vor. Er will sich so als Kreditgeber den gewährten Kredit sichern und das Vertrags-Erfüllungs-Risiko beschränken oder gar ausschalten. Daß ihm eine vollständige Ausschaltung nicht gelingt, ist klar ersichtlich. Ein Gewinnentgang oder ein Vermögensverlust, den der Gläubiger aus verspäteter Zahlung des Schuldners erleidet, kann nicht durch den Eigentumsvorbehalt verhindert werden. Hier versagt diese Sicherung vollkommen. Auch ein teilweiser Verlust der Kreditsumme kann mit dem Vorbehalt nicht unbedingt vermieden werden. Trotzdem stellt der Eigentumsvorbehalt eine Risikobeschränkung dar. Der Kreditgeber ist nämlich in der Lage, bei Nichtbezahlen der Kaufsumme die Rücklieferung der Ware zu verlangen. Allerdings muß er bei einem störrigen Schuldner notfalls den Klageweg beschreiten, um zu seinem Eigentum zu kommen [22]).

Besondere Bedeutung hat der Eigentumsvorbehalt dann, wenn der Schuldner in Konkurs fällt. Der Gläubiger kann in diesem Fall die zu seinem Eigentum gehörenden Waren aus der Konkursmasse aussondern lassen und entgeht somit einer Reduzierung seiner Forderung entsprechend der Konkursquote.

Eine zinsmäßige Auswirkung der Risikobeschränkung durch Eigentumsvorbehalt läßt sich nicht zahlenmäßig feststellen. Einmal ist der Zins für die Kreditfrist im Verkaufspreis der Ware einkalkuliert und wird nicht besonders angegeben. Zum anderen ist der Eigentumsvorbehalt usancemäßig bei den Kreditverkäufen eingeführt, so daß es an einem Vergleichsobjekt — nämlich an einem Kreditverkauf ohne Eigentumsvorbehalt — fehlt. Außerdem ist hier zu beachten, daß gerade bei diesen Krediten selten einmal eine Zinskalkulation erfolgt, dem Kredit dagegen meist ein handelsüblicher, also kein individuell errechneter Zinssatz zugrunde gelegt wird.

---

[22]) Aus § 985 BGB.

bb) Wechselkredit.

Wenn der Debitor beim einfachen Kreditverkauf nicht am Fälligkeitstage zahlt, dann muß ihn der Gläubiger erst in Verzug setzen, ehe er den Klageweg beschreiten kann. Erst wenn das gefällte Urteil rechtskräftig geworden ist, kann der Kreditbetrag zwangsweise beigetrieben werden. Dieses ganze Verfahren ist umständlich und sehr zeitraubend. Anders beim Kredit in Wechselform, der dem viel strengeren Wechselrecht unterliegt. Der sofort erhobene Wechselprotest führt schnell zu einem vollstreckbaren Urteil. Diese Fristverkürzung an sich bedeutet bereits eine Minderung des Risikos. Hinzu kommt noch, daß nicht nur der ursprüngliche Schuldner, der Akzeptant, sondern auch die Indossanten aus dem Wechsel haften. Das Kreditgebäude ruht nicht mehr nur auf einer Säule; es sind so viele Vertrauensstützen neu hinzugekommen, als Indossanten vorhanden sind.

Weiter eingeengt wird das Risiko des Kreditors durch die größere Beweglichkeit des Wechselkredites. Der Gläubiger ist nicht mehr darauf angewiesen, die Vertragserfüllung des Debitors abzuwarten. Er kann mit dem Wechsel jederzeit durch Indossament seine eigenen Gläubiger bezahlen oder sich durch Diskontierung des Wechsels bei einer Bank flüssige Mittel beschaffen. Zwar übernimmt er mit dem Indossament selbst eine Haftung für die Wechselsumme und muß event. den Wechsel bei Fälligkeit selbst einlösen. Er hat aber inzwischen die Möglichkeit, den Betrag des Wechsels wirtschaftlich zu nutzen. Andererseits wird der Gläubiger gerne Kundenwechsel des Schuldners nehmen, weil ihm dann statt der einen mehrere Personen haften. So bedeutet die Einrichtung des Wechsels für alle Beteiligten eine Minderung des Risikos. Diese Minderung ist um so größer, je mehr Indossanten vorhanden sind und verstärkt sich noch, je vertrauenswürdiger die einzelnen Indossanten sind. Entsprechend fällt mit dem geringeren Risiko auch die Risikoprämie im Zins, eine Feststellung, die wir auch bei einer Betrachtung der Zinssätze an den typisierten Wechselmärkten machen können.

α) Nicht reichsbankfähige Wechsel.

Wenn ein Warenwechsel bereits während seiner Laufzeit verwertet werden soll und er den Anforderungen der Reichsbank nicht entspricht, kann er an einen Gläubiger weitergegeben oder bei einer Bank diskontiert werden. Gläubiger oder Bank werden in diesem Fall dem Einreicher die Wechselsumme unter Abzug des Diskontes gutschreiben. Der Diskontsatz der Banken ist für Wechsel auf Bank-

plätze durchschnittlich 2% höher als der Reichsbanksatz[23]), welch letzterer für die Bank im ungünstigen Falle die Beschaffungskosten der Kreditsumme darstellt. Die Bank ist jederzeit in der Lage, den Wechsel durch ihr Indossament reichsbankfähig zu machen und ihn dort zu rediskontieren. Die Spanne zwischen beiden Sätzen (der Reichsbank und der Kreditbank) stellt dann den Anteil des betreffenden Kredites an den Gemeinkosten der Bank, die Risikoprämie für das eingegangene Vertrags-Erfüllungs-Risiko und dem Nettozins dar. Ist der Wechsel nicht an einem Bankplatz fällig, so wird stets 1% p. a. mehr gerechnet, und zwar wegen des eingegangenen größeren Risikos und der hierdurch entstehenden Sonderkosten[24]). Normalerweise sind die Beschaffungskosten der Bank geringer als der Reichsbanksatz, der aber stets als Ausgangspunkt dient. Theoretisch könnte ganz geringe Kreditnachfrage gegen Warenwechsel bei starker Flüssigkeit der Banken den Nettozins bis auf Null verringern. Dies ist praktisch jedoch nie der Fall, weil das Angebot von Kreditmitteln außer an organisierten Märkten nicht in einer bestimmten Form auftritt, sondern diese Form erst auf Grund der jeweiligen Nachfrage erhält. Dazu kommt noch, daß die Banken in straffen Konditionskartellen, die eigentlich Preiskartelle darstellen, organisiert sind. Infolgedessen ist es nicht möglich, die Prämie für das Vertrags-Erfüllungs-Risiko rein darzustellen. Wir müssen uns hier mit der Feststellung bescheiden, daß die Spanne zwischen den Sätzen der Reichsbank und der Kreditbank aus den angeführten Komponenten resultiert, daß aber nur das eingegangene Risiko allein die wirtschaftliche Berechtigung für die Spanne ergibt, und zwar auch für den Teil, der zusätzlicher Gewinn der Bank ist. Die Bank übernimmt einer Versicherung gleich das zusätzliche Risiko gegen Zahlung der Zinsspanne als Versicherungsprämie.

β) Reichsbankfähige Wechsel.

Um den Anforderungen der Reichsbank zu entsprechen, müssen Warenwechsel neben den allgemeinen Erfordernissen die Unterschriften von mindestens drei[25]) als zahlungsfähig bekannten Firmen tragen.

---

[23]) Reichsbanksatz plus $1/8$—$1/4$% pro Monat Provision, in den allermeisten Fällen $1/6$% pro Monat = 2% pro Jahr. Die Bezeichnung Provision ist irreführend, denn diese Spanne wird nach Angabe eines Bankiers wegen des eingegangenen Risikos und der entstehenden Kosten berechnet, während Provision eigentlich ein Entgelt für Dienstleistung ist.

[24]) Die angegebenen Sätze sind diejenigen einer deutschen Großbank bei guten Kunden. Kleine Banken berechnen, insbesondere bei schwachen Unterschriften, bedeutend mehr.

[25]) Die dritte Unterschrift ist dann nicht erforderlich, wenn die Sicherheit des Wechsels sonst irgendwie gewährleistet ist. Ursprünglich

Diese Bestimmung dient zur Einschränkung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos. Je mehr Unterschriften ein Wechsel trägt, um so mehr Firmen haften für seine Einlösung und verringern so automatisch das übernommene Risiko. Durch diese Vorschrift sind die von der Reichsbank diskontierten Wechsel weitgehend typisiert und können daher auch alle zu einem einheitlichen Satz hereingenommen werden. Auch dieser Zinssatz ist wie alle anderen aus den drei Komponenten Nettozins, Risikoprämie und sonstige Kosten zusammengesetzt. Doch ist hier die Risikoprämie sehr viel geringer als im Falle des nicht reichsbankfähigen Wechsels. Wir haben hier das Spiegelbild zu α): der Diskontsatz der Reichsbank ist stets niedriger als derjenige der Kreditbanken. Dies ist auch dann der Fall, wenn die Bank ihre eigenen flüssigen Mittel oder solche, die ihr zu einem ganz geringen Zinssatz zur Verfügung stehen, in Wechseln anlegt und so nicht mit dem Reichsbanksatz als Kostengröße zu rechnen braucht. Im allgemeinen wird die Bank nur bei starker Beanspruchung, etwa am Ultimo Wechsel aus ihrem Portefeuille bei der Reichsbank rediskontieren.

Statt bei der Reichsbank kann der mit einem Bankgiro versehene Warenwechsel aber auch am offenen Markt verkauft werden. Der hier notierte Satz oscilliert grundsätzlich um den Reichsbankdiskontsatz. Das gleiche Material hat zur selben Zeit an zwei naheliegenden Märkten etwa denselben Preis. Allerdings ist der Börsenmarkt für bankgirierte Warenwechsel viel mehr den Einflüssen von Angebot und Nachfrage unterworfen als die Reichsbank. Infolgedessen zeigt der Börsensatz auch die kurzfristigen Schwankungen wie die anderen börsenmäßigen Kreditmärkte, während der Reichsbankdiskont nur den saisonmäßigen [26]) und konjunkturellen Schwankungen unterliegt. Nur ausnahmsweise ändert sich der Reichsbanksatz auch kurzfristig wie im Juli und August 1931. Auch wenn keine allgemeine Kreditrestriktion stattfindet, nimmt die Reichsbank vom selben Einreicher Wechsel nur im Rahmen eines bestimmten Kontingentes an. Die Reichsbank soll allen Gliedern der Volkswirtschaft zur Verfügung stehen, soweit diese den Anforderungen entsprechen. Betriebswirtschaftlich gesehen ist dieser Brauch weiter nichts als eine subjektive [27]) Risikoverteilung. Die Kreditbank muß den Rediskontbedarf, der über ihr Reichsbankkontingent hinausgeht,

---

als Ausnahmefall vorgesehen, hat der Reichsbankwechsel mit nur zwei Unterschriften in den letzten Jahren starke Verbreitung gefunden.

[26]) Saisonmäßig häufen sich die Wechseleinrichtungen insbesondere zum Jahresultimo. Daher hat die Jahreswende meist den höchsten Diskontsatz. In den 60 Jahren des Bestehens der Reichsbank war dies nur 12 mal nicht der Fall. Januar und Februar bringen dann meist Entspannung der Geldlage und damit Absinken des Satzes.

[27]) Vgl. Kalveram, Art. Bankbetriebslehre in H.d.B. Sp. 557.

am Börsenmarkt decken. Ist dies in starkem Maße der Fall, so wird der Börsensatz für Warenwechsel mit Bankgiro über den gleichzeitigen Reichsbanksatz steigen, im umgekehrten Falle darunter sinken, immer aber um den Reichsbankdiskont schwanken, der ja dasselbe Risiko trägt wie er selbst[28]).

γ) Privatdiskonte.

Die bisher besprochenen Wechsel tragen, auch wenn sie ein Bankgiro tragen, stets noch ein gewisses Vertrags-Erfüllungs-Risiko. Es entsteht daraus, daß den Wechseln Warenlieferungen zugrunde liegen und sie normalerweise aus der Realisierung der Waren bezahlt werden sollen. Anders ist es dagegen mit den Privatdiskonten. Sie sind Finanzwechsel erster, als solid bekannter Banken, die auf einen Reichsbankplatz zahlbar gestellt sind. Bei ihnen ist ein Vertrags-Erfüllungs-Risiko normalerweise überhaupt nicht vorhanden, gelten doch nur eine beschränkte Anzahl als solche erste Banken. Da sie Finanzwechsel sind, können bei ihnen auch von der Warenseite her keine Risiken hereingetragen werden. Demgemäß ist in dem für sie zu zahlenden Privatdiskontsatz überhaupt keine Risikoprämie enthalten. Er stellt in normalen Zeiten neben den Gemeinkosten und den Sonderkosten für diesen Kredit nur reinen oder Nettozins dar.

δ) Zusammenfassung.

Wenn wir nun die verschiedenen Wechseltypen und ihre Zinssätze nebeneinander stellen, so kommen wir zu folgendem Bilde[29]).

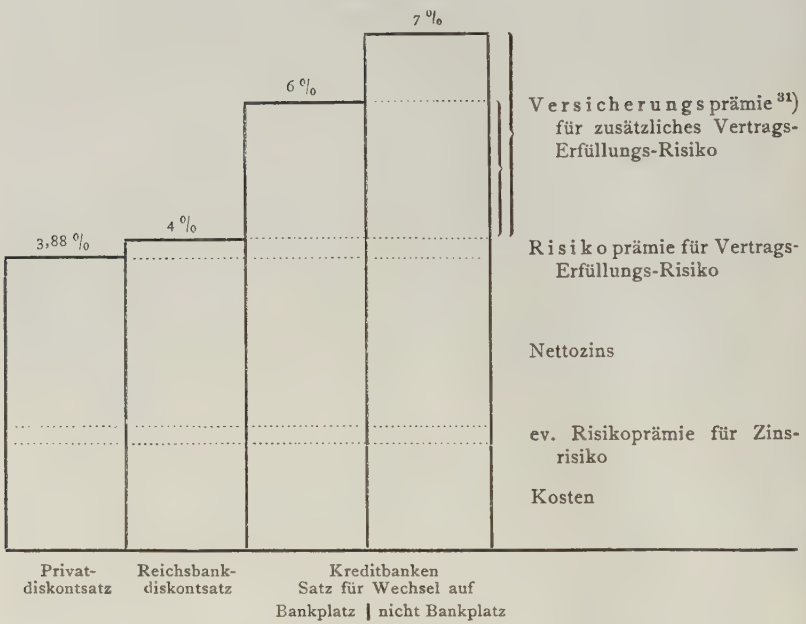
Gewisse Kosten (Gemein- und Sonderkosten) entstehen für jeden Wechselkredit und sind naturgemäß vom Kreditnehmer im Zins zurückzuerstatten.

Durch die Möglichkeit, die vorhandenen Wechsel jederzeit zu rediskontieren, scheidet das Kaufkraftrisiko[32]) für den Wechselkredit aus. Nicht dagegen das Zinsrisiko[33]). Doch ist auch dieses so gering, daß es im Zins normalerweise keinen oder nur geringen Niederschlag finden wird. Einmal wirkt es sich nicht auf den ganzen Kreditbetrag aus, und zum zweiten steht der Erhöhungs- eine etwa ebenso große Ermäßigungsmöglichkeit gegenüber, wenn wir von Sonderentwicklungen absehen, die aber nach beiden Richtungen gehen können[34]).

---

[28]) Vgl. Schaubild 3.
[29]) Vgl. Schaubild 4.
[32]) Vgl. weiter unten S. 115 ff.
[33]) Vgl. die Besprechung dieses Risikos weiter unten S. 85 ff.
[34]) Die Zinsrisikoprämie erreicht dann größere Bedeutung, wenn eine Erhöhung des Reichsbankdiskontes zu erwarten ist. Der Privatdiskontsatz als Marktpreis steigt dann schnell, evtl. über den Reichsbanksatz, der seinerseits dann nachhinkt.

Schaubild 4 [30]).



Bei Privatdiskonten geht der Kreditgeber ein Vertrags-Erfüllungs-Risiko nicht ein, weil nur Wechsel solider und als zahlungsfähig anerkannter Banken als solche gewertet werden. Infolgedessen ist der, die entstandenen Kosten und die geringe Zinsrisikoprämie übersteigende Teil des Privatdiskontsatzes reine Nutzungsgebühr = Nettozins.

---

[30]) Dargestellt sind die Zinssätze für Privatdiskonten, Reichsbankwechsel, nicht reichsbankfähige Wechsel auf Bankplätze und für solche, die nicht an Bankplätzen zahlbar sind, und zwar im Durchschnitt für Dezember 1932 (1 cm = 1 %). Der Zeitpunkt wurde willkürlich gewählt, nicht die absoluten, sondern die relativen Verhältnisse sollten aufgezeichnet werden. Auch die Höhe der Kosten hat nur schematische Bedeutung und erhebt keinen Anspruch auf Richtigkeit. Die Risikoprämie für das Zinsrisiko wird häufig nicht notwendig oder gar negativ sein und ist bei Wechseln immer von geringem Ausmaß. Die Kreditbanksätze dieses Schaubildes sind diejenigen einer deutschen Großbank ihren Kunden gegenüber.

[31]) Versicherungsprämie deshalb, weil sie neben der Risikoprämie noch die Kosten und Gewinn der Kreditbanken als Versicherer enthält. Vgl. weiter unten S. 43 f.

Für den reichsbankfähigen Warenwechsel kommt eine Prämie für das aus der Warendeckung entspringende Vertrags-Erfüllungs-Risiko hinzu. Dem Reichsbanksatz als Mittelwert ist der Börsensatz für Warenwechsel mit Bankgiro gleichzustellen, wenn er auch marktmäßig orientiert und daher viel variabler ist. Seine Schwankungen sind Ausfluß von Angebot und Nachfrage. Grundsätzlich ist das eingegangene Risiko das gleiche wie beim Reichsbankwechsel.

Die sogenannten Primakommerzpapiere sind Warenwechsel einiger besonders angesehener Unternehmungen. Bei ihnen wird das eingegangene Vertrags-Erfüllungs-Risiko aus der Kreditverwendung geringer eingeschätzt als bei den reichsbankfähigen Wechseln, weil die wirtschaftlichen Verhältnisse dieser Firmen die Einlösung der Wechsel sichern. Die niedriger errechnete Risikoprämie ergibt so einen Zinssatz, der zwischen Privatdiskont- und Reichsbanksatz liegt.

Bedeutend höher ist der Satz der Kreditbanken. Die Differenz zwischen ihm und dem Reichsbanksatz zerfällt zwar in sich in die drei Grundbestandteile eines jeden Zinses, führt ihre Berechtigung aber ganz allein auf das von der Bank eingegangene Vertrags-Erfüllungs-Risiko zurück. Sie stellt weiter nichts als eine Versicherungsprämie dar, gegen deren Zahlung die Bank das Risiko übernimmt. Versicherungsprämie deswegen, weil sie über die Risikoprämie hinaus noch die Kosten und den Gewinn des Versicherers enthält.

Die Wirtschaft hat bei den Zinssätzen des Wechselkredites die Möglichkeit, von sich aus dadurch Zinsen zu ersparen, daß sie eine Verminderung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos herbeiführt. Das von den Banken zusätzlich berechnete 1% Zins für Wechsel, die nicht auf Bankplätze lauten, ist mit Hilfe von Domizilwechseln stets zu umgehen. Des weiteren sind die Unternehmen in der Lage, durch vorsichtige Geschäftsführung und sorgfältige Kassendisposition in die Reihe der von der Reichsbank als solid und zahlungsfähig anerkannten Firmen aufgenommen zu werden. Ist dies erreicht und hat der Wechselgläubiger ein Reichsbank-Giro-Konto, so kann die Einreichung des Wechsels bei einer Privatbank umgangen und der Wechsel sofort bei der Reichsbank diskontiert werden[35]). Wenn durch eine kluge Risikopolitik das Risiko selbst ausgeschaltet wird, braucht dieses nicht mehr von der Privatbank übernommen zu werden. Damit wird auch die von der Bank berechnete Versicherungsprämie hinfällig und der Kredit entsprechend billiger.

---

[35]) Die Reichsbank sieht weitgehend von dem Erfordernis der dritten Unterschrift ab, wenn die beiden Unterschriften des Ausstellers und des Akzeptanten als solvent gelten.

cc) Kontokorrentkredit.

Benötigt ein Unternehmer für seinen Geschäftsbetrieb Kreditmittel, dann wird er sich im allgemeinen an eine Bank wenden und einen Kontokorrentkredit aufnehmen. Das im folgenden Gesagte gilt jedoch grundsätzlich für jeden Kapitalisten, der Kredite gewährt.

α) Personalkredit.

Die beiden großen Gruppen der Bankkredite sind der ungedeckte Personal- und der gedeckte Realkredit. Von diesen sind die ungedeckten Kredite mit dem geringeren Vertrags-Erfüllungs-Risiko belastet. Dieser scheinbare Widerspruch löst sich sofort auf, wenn wir bedenken, daß stets nur ein gewisser Kreis von Unternehmen einen real ungedeckten Kredit erhalten wird. Es sind solche Kreditnehmer, die dem Kreditgeber infolge ihrer persönlichen und wirtschaftlichen Qualitäten frei von Vertrags-Erfüllungs-Risiko erscheinen. Im Grunde findet hier derselbe Ausleseprozeß statt, wie er bei Wechselkrediten von der Reichsbank ausgeübt wird. Tatsächlich sind in der letzten Krise die Verluste der Banken an Personalkrediten bei sorgfältiger Auswahl sehr gering gewesen[36]). Nur wenn, besonders an in der Nachkriegszeit großgewordene Unternehmen ohne neue Prüfung weitere Kredite ungedeckt gegeben wurden, sind größere Verluste entstanden. In diesem — nicht normalen — Fall schlägt allerdings der ungedeckte Kredit von einem Extrem ins andere um. Aus dem am wenigsten mit Risiko belasteten wird dann der risikointensivste Kontokorrentkredit.

Zu den ungedeckten Krediten gehört auch derjenige, der gegen Akzeptierung eines von der Bank als Kreditgeber auf den Kunden gezogenen Wechsels eingeräumt wird. Der Wechsel stellt als solcher nämlich keine Deckung, sondern nur ein Zahlungsversprechen in der strengeren Wechselform dar. Die Vorteile des Kreditgebers sind eine Risikoverminderung in bezug auf die Einhaltung des Zahlungstermines und bei Nichteinlösung die größere Schnelligkeit des Verfahrens. Eine starke Hilfe ist hierbei das Bestreben des Kreditnehmers, seine anerkannte Kreditwürdigkeit nicht durch einen Wechselprotest in Frage stellen zu lassen. Weiterhin hat der Kreditor die Möglichkeit der Mobilisierung des Wechsels während seiner Laufzeit, für welche der Kredit im Gegensatz zu dem oft täglich kündbaren Kontokorrentkredit fest gegeben ist.

---

[36]) Nach übereinstimmender Aussage einer deutschen Großbank und einer kommunalen Sparkasse.

Sehen wir uns nun die von den Banken für Kontokorrentkredite berechneten Zinssätze an, so können wir die unheilvolle Bedeutung des Preiskartells der Banken feststellen. Die Banken sind zusammengeschlossen, und zwar an größeren Bankplätzen zu örtlichen und sonst zu provinziellen Bankvereinigungen. Diese wiederum sind zusammengefaßt im Centralverband des deutschen Banken- und Bankiergewerbes mit dem Sitz in Berlin. Auf Grund der IV. Notverordnung vom 8. Dezember 1931 wurde vom Centralverband mit den anderen Spitzenverbänden[37]) ein sog. „Zentraler Kreditausschuß" mit dem Sitz in Berlin gebildet. Diese Zentralstelle in Berlin, die sämtliche bankmäßig kreditgebenden Institute Deutschlands umfaßt, setzt alle Soll- und Habenzinssätze für das ganze Reichsgebiet fest. Die Sätze sind gestaffelt nach Kreditlänge und -höhe und bei den Guthabenzinsen auch je nach der Art des Institutes[38]). Man müßte nun erwarten, daß die Kreditsätze je nach der Güte des Kreditnehmers abgestuft wären; das ist jedoch nicht der Fall. Der in Berlin beschlossene Zinssatz für Kontokorrentkredite wird von den örtlichen Bankenvereinigungen veröffentlicht und tatsächlich für alle Kredite als Normalzinssatz berechnet, soweit nicht weitere Gebühren, Provisionen usw. zugeschlagen werden[39]). Seit dem 22. September 1932 beträgt dieser Satz 5% (Lombardsatz der Reichsbank) plus $^1/_6$% Provision per Monat, zusammen also 7% p. a. bei einem gleichzeitigen Guthabenzins von 1% auf Scheckkonten. Auch der allersicherste Kunde der Bank muß 7% für einen Kontokorrentkredit bezahlen ohne Rücksicht darauf, daß der Kreditgeber bei ihm auch nicht das geringste Vertrags-Erfüllungs-Risiko eingeht. Durch die tägliche Fälligkeit des Kredites sind auch die anderen Risiken weitgehend ausgeschaltet, so daß sie im Zins keinen

[37]) mit dem Deutschen Beamten-Genossenschaftsverband e. V., dem Deutschen Genossenschaftsverband e. V., dem Deutschen Sparkassen- und Giroverband, der Freien Vereinigung der Arbeitnehmerbanken Deutschlands, dem Reichsverband der deutschen landwirtschaftlichen Genossenschaften — Raiffeisen e. V. und dem Verband öffentlich-rechtlicher Kreditanstalten e. V.

[38]) So stellte der § 6 des Habenzinsabkommens der im Zentralen Kreditausschuß vereinigten Spitzenverbände Grundsätze auf, nach welchen Kreditgenossenschaften, Privatbankfirmen, sowie kleinere und mittlere Banken einen bis $^1/_2$% und ehrenamtlich geleitete Kreditgenossenschaften einen bis $^3/_4$% höheren Zinssatz für Einlagen vergüten dürfen, als es den sonstigen Kreditinstituten gestattet ist.

[39]) Nach Angabe einer deutschen Großbank. Noch verteuert wird der Kontokorrentkredit durch das übliche Verfahren der Banken, nicht nur für den wirklich in Anspruch genommenen, sondern für den gesamten zugesagten Kreditbetrag Debetzinsen zu rechnen. Für den nicht in Anspruch genommenen Teil des Kredites vergütet dann die Bank den viel niedrigeren Habenzinssatz.

Niederschlag zu finden brauchten. Der verlangte Zinssatz ist in dieser Höhe durchaus nicht gerechtfertigt.

Den absolut sicheren Kreditnehmern, denn nur vollkommen einwandfreien Firmen darf Personalkredit gegeben werden, wird heute ein Zinssatz berechnet, der mit den häufig noch gesondert verlangten Bereitstellungsprovisionen, Gebühren usw. bis zum Doppelten des derzeitigen Reichsbanksatzes von 4% beträgt. Von Bankseite wird zur Berechtigung des hohen Zinssatzes stets angeführt, daß ganz sichere Kredite selten seien und das Gesamtrisiko auf alle Kredite verteilt werden müsse. Sonst würde das risikoreiche Geschäft zu teuer kommen. Dieser Einwand muß jedoch abgelehnt werden. Wir stellen dagegen die Forderung auf, daß jeder Kredit nur mit der Risikoprämie belastet wird, die dem jeweilig eingegangenen Risiko entspricht[40]). Keinesfalls darf es gestattet sein, die Zinssätze unabhängig von den Gegebenheiten des einzelnen Kredites ganz schematisch für alle Kontokorrentkredite festzusetzen. Geschieht dies doch, so wird regelmäßig der ungünstige Fall als der normale angesehen und auch der risikolose Kredit mit einer Risikoprämie belastet. Der einzelne Kreditnehmer und die Gesamtwirtschaft haben jedoch ein Recht darauf, daß sich nur das wirkliche Risiko im Zins auswirkt[41]).

Ist aber der Personalkredit frei von Vertrags-Erfüllungs-Risiko, soweit es aus den persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnissen des Kreditnehmers entspringt, dann muß der zu zahlende Zins auch frei von dieser Risikoprämie sein. Im Interesse des Personalkredites ist zu fordern, daß sich die Banken von der Methode des schematisch festgesetzten Zinssatzes abwenden und eine wirkliche Zinskalkulation einführen, die den Zinssatz auf Grund des jeweiligen Risikos berechnet.

Eine Abart des Personalkredites, dem aber eine zusätzliche Sicherung eigen ist, ist der sogenannte Bürgschaftskredit. Dieser, insbesondere bei Sparkassen und Genossenschaftsbanken übliche Kredit wird nur dann gewährt, wenn der Kreditsuchende selbst vertrauenswürdig erscheint und er dazu einen ebensolchen Bürgen beibringen

---

[40]) Auch eine Lebensversicherung kostet einen 20jährigen nicht dieselbe Prämie wie einen 50jährigen. Nur mit gleichem Risiko behaftete Abschlüsse, also solche für Gleichaltrige, erbringen dieselbe Prämie.

[41]) Wir wollen hier nicht die Berechtigung der Zinsspanne der Banken untersuchen. Zwei Gesichtspunkte sollen nur herausgegriffen werden. Einmal wenden wir uns gegen die schematische Festsetzung der Zinssätze ohne Rücksicht auf das jeweilig übernommene Risiko. Zum anderen dagegen, daß die Banken die Kosten ihrer Dienstleistungen bei den Krediten wieder hereinholen. Die Dienstleistungen können ja gegen Berechnung der entstehenden Kosten erfolgen. Keinesfalls darf der Kredit als fremder Geschäftszweig mit diesen Kosten belastet werden.

kann. Häufig wird verlangt, daß der Bürge auf die Einrede der Vorausklage verzichtet[42]), um im Ernstfall dem Kreditgeber Kosten und Zeitverluste zu ersparen. Eine besondere dingliche Sicherheit wird beim Bürgschaftskredit also nicht geleistet, er ist ein reiner Personalkredit. Das Vertrags-Erfüllungs-Risiko ist dadurch herabgemindert, daß hier nicht nur der Kreditnehmer selbst, sondern auch der Bürge für den Kreditbetrag haftet.

β) Realkredit.

Reicht das Vertrauen des Kapitalisten in die Persönlichkeit des Kreditsuchenden zur Gewährung des Kredites nicht aus, dann wird er eine zusätzliche Sicherung verlangen, um dadurch das diesem Kredit anhaftende Risiko auszuschalten oder doch zu dämpfen. Dies kann nach Kalveram dadurch geschehen, daß der Debitor börsengängige oder nicht börsengängige Wertpapiere oder aber Lebensversicherungspolicen verpfändet, Waren zur Sicherung übereignet, Buchforderungen abtritt oder Hypotheken auf seinen Grundbesitz zugunsten des Kreditgebers eintragen läßt[43]). So entsteht aus dem ungedeckten Personalkredit der gedeckte Realkredit. Ob und wie weit im Ernstfall die Sicherung des Kredites ausreicht, bleibt trotzdem offen. Tatsächlich ist auch der Realkredit nicht risikofrei. Im Grunde vertauscht der Kreditgeber nur das aus der Persönlichkeit des Schuldners erwachsende Vertrags-Erfüllungs-Risiko mit den der jeweiligen Kreditunterlage anhaftenden Risiken.

Untersuchen wir nun die einzelnen Kreditsicherungen, um festzustellen, ob und in welchem Umfange sie in der Lage sind, das Vertrags-Erfüllungs-Risiko auszuschalten oder doch zu dämpfen. Im Gegensatz zu Professor Kalveram[44]), der die Deckungsmittel nach dem Grad ihrer Wertbeständigkeit und Verwertungsmöglichkeit geordnet hat, ist für uns ein anderer Gesichtspunkt maßgebend. Unserer Zielsetzung gemäß kommen wir zwangsläufig zu der Rangordnung nach dem Grad der tatsächlichen Risikoverringerung, der immer niedriger sein wird, je mehr wir uns vom Personalkredit entfernen. Hatten wir im vorigen Abschnitt den ungedeckten Personalkredit behandelt, so gehen wir im folgenden Schritt für Schritt weiter. Zuerst betrachten wir den Personalkredit, der als solcher gegeben lediglich eine zusätzliche

---

[42]) Vgl. BGB. §§ 771 ff.

[43]) Vgl. Kalveram, Bankbetriebslehre, in „Handelshochschule" Bd. I S. 1394 f.

[44]) In seiner Bankbetriebslehre, in der „Handelshochschule" Bd. I S. 1394 ff.

Sicherung durch eine Lebensversicherung erhält. Auch die zweite Deckungsart durch abgetretene Buchforderungen stellt noch einen Personalkredit dar, ist die Sicherung des Kredites doch ebenfalls auf die Persönlichkeit der Buchschuldner gestellt. Erst die Möglichkeit der Sicherungsübereignung von Waren führt zum eigentlichen Sachkredit. Der Kredit wird jetzt auf Grund der vorhandenen Sachgüter gewährt. Doch ist die Person des Kreditnehmers noch wichtig, weil seine wirtschaftliche Tätigkeit den Vertrieb der Ware und damit die Abwicklung des Kredites bewerkstelligt. Ganz von der Persönlichkeit des Schuldners losgelöst ist dagegen die Deckung durch Wertpapiere, die ihrerseits ja Beteiligungen oder Kredite an andere Wirtschaftskörper darstellen. Als letztes Deckungsmittel folgt dann die Eintragung einer Hypothek in das Grundeigentum des Debitors, welches noch mehr als das vorhergehende aus dem Rahmen des Kontokorrentkredites fällt und eigentlich nur als Grundlage für langfristige Kredite Verwendung finden sollte.

aaa) Versicherungspolice.

Sind die Vermögensverhältnisse des Schuldners ungünstig, d. h. ist kein oder nur wenig Vermögen vorhanden, der Kreditnehmer aber solid und tüchtig, so wird die Bank seine Lebensversicherung als Kreditsicherung annehmen können. Zwar ist der Rückkaufswert der Versicherungspolice[45]) verhältnismäßig gering, doch wird der Gesamtbetrag der Versicherung bei einem Ableben des Debitors sofort fällig. Wenn also die Voraussetzungen des Kredites, die wirtschaftliche Tätigkeit des Schuldners wegfällt, tritt automatisch die Fälligkeit der Kreditunterlage ein. In den meisten Fällen wird allerdings die Bank nur den Rückkaufswert der Police als Kreditsicherung anerkennen, um somit jederzeit eine Rückgriffsmöglichkeit zu haben. Dann geht sie statt des in der Persönlichkeit des Kreditnehmers begründeten Vertrags-Erfüllungs-Risikos das ein, welches aus den Gegebenheiten der Versicherungsgesellschaft erwächst. Jedes der beiden Risiken kann im besonderen Fall das geringere sein und die Bank hat stets die Möglichkeit, das kleinere zu wählen. Daher darf bei einer Zinskalkulation grundsätzlich auch nur das kleinere seinen Niederschlag als Risikoprämie im Zinssatz finden.

---

[45]) Als Rückkaufsumme gilt die Prämienreserve abzüglich verschiedener Kosten. Vgl. Dörfel, Versicherungswirtschaftslehre, in „Handelshochschule" Bd. III S. 936.

bbb) Verpfändung von Buchforderungen.

Bei der Übereignung von Buchforderungen entsteht dem Kreditor, wenn er es mit einem ehrlichen und geschäftstüchtigen Kreditnehmer zu tun hat, gar keine zusätzliche Sicherheit. Das eingegangene Vertrags-Erfüllungs-Risiko erwächst aus den Verhältnissen und der Zahlungsweise der Buchschuldner sowie aus der Vertragstreue des Kreditnehmers. Wenn dieser sich verpflichtet hat, den Kredit aus den eingehenden Forderungen abzudecken, so wird der ehrliche Debitor dies auch ohne förmliche Zession tun. Besteht aber die Gefahr, daß der — unehrliche — Schuldner diese eingegangene Verpflichtung nicht einhält, dann ist das Vertrags-Erfüllungs-Risiko so groß, daß eine Kreditgewährung, auch bei noch so hohen Zinssätzen überhaupt nicht gerechtfertigt erscheint. Außerdem besteht die Gefahr, daß der unehrliche Schuldner seine Buchforderungen mehrfach als Kreditunterlage verwendet. Dann hat die „Kreditsicherung" überhaupt keinen praktischen Wert. Es entsteht dann das neue Problem, „wie die Kreditsicherung zu sichern ist"[46]).

Werden solche ungerechtfertigten Kredite trotzdem gewährt, so richten sie großen Schaden für die Gesamtwirtschaft an. Einmal wird anderen Kreditsuchenden der Kredit vorenthalten, die diese Sicherung vielleicht nicht leisten können, aber aus ihrer persönlichen Qualität heraus viel kreditwürdiger sind. Ferner geht den übrigen Gläubigern des Debitors mit der Abtretung der Buchforderungen deren Wert verloren, weil der gesicherte Gläubiger im Konkursfall bevorzugt wird. Die Folge ist die, daß Banken, von der gebotenen Sicherheit geblendet, leicht Kredite gewähren, die tatsächliche Kapitalfehlleitungen darstellen. Die Wirtschaft entfernt sich durch den Sicherheitswahn immer mehr von dem viel gesünderen Personalkredit. Berechtigt erscheint uns die Abtretung von Buchforderungen nur, wenn es sich um eine wirkliche Diskontierung, d. h. Mobilisierung der Buchforderungen handelt. Richtiger wird der Kreditnehmer auf seine Buchschuldner Wechsel ziehen und diese nach Akzept diskontieren lassen[47]).

ccc) Sicherungsübereignung von Waren.

Ähnlich wie vorhin liegt der Fall bei der Sicherungsübereignung von Waren. Analog der Abtretung von Buchforderungen überträgt hier-

---

[46]) Vgl. weiter unten S. 81 ff., dort werden einige Vorschläge besprochen.

[47]) Die bei Wechseln gegebenen Möglichkeiten, das Risiko und damit Risikoprämie und Zinssatz herabzudrücken, vgl. weiter oben S. 38 ff.

bei der Kreditnehmer das Eigentum an Waren auf den Kreditgeber. Die Sicherheitsübereignung bedeutet nur dann eine Verringerung des eingegangenen Risikos, wenn die Gefahr besteht, daß der Kreditnehmer den Vertrag nicht einhält, trotzdem er hierzu in der Lage wäre. Niemand wird wohl bestreiten, daß in einem solchen Fall überhaupt kein Kredit gewährt werden darf. Ist der Kreditschuldner aber ehrlich und tüchtig, entsteht aus seiner Persönlichkeit also kein Vertrags-Erfüllungs-Risiko, so braucht der Kreditor auch keine zusätzliche Sicherung. Der Kredit ist durch die Vertragstreue des Schuldners gesichert, und das eingegangene Risiko ist in jedem Falle in den Verkaufsmöglichkeiten der Waren begründet.

Werden dagegen Waren übereignet, die nicht mit diesem Kreditbetrag gekauft oder bezahlt werden, so wird nur anderen Gläubigern des Kreditnehmers die ihnen eigentlich zustehende Sicherung weggenommen. Die ersten Gläubiger hatten vielleicht im Vertrauen auf die zur Zeit des Abschlusses auch wirklich vorhandene Kreditwürdigkeit des Debitors diesem einen ungesicherten Personalkredit eingeräumt. Ist das Kreditkontingent erschöpft, welches man dem Schuldner gerechterweise zubilligen kann, dann sind weitere, zusätzliche Kredite nicht mehr gerechtfertigt. Werden gegen Sicherheitsübereignung vorhandener Waren trotzdem neue Kredite gewährt, so ist eine ungesunde Geschäftsausweitung des Schuldners die Folge, die leicht zum schlimmen Ende führen kann. Tritt nun tatsächlich Konkurs ein, so hat der letzte Kreditgeber für seinen — wirtschaftlich fehlgeleiteten — Kredit ein Aussonderungsrecht an den übereigneten Waren, während der ursprüngliche — gesunde — Kredit beim Fehlen freier Vermögenswerte ganz ausfällt. Ist aber die ursprüngliche Lieferung der Waren unter Eigentumsvorbehalt erfolgt, dann hat die Sicherungsübereignung überhaupt keinen Sicherungswert[48]).

Bei dem durch Sicherheitsübereignung gedeckten Kredit liegt das vom Kreditgeber eingegangene Risiko in der Wertbeständigkeit, Lagerungsfähigkeit und Verkaufsmöglichkeit der dem Kredit zugrunde liegenden Warenmenge. Ausgeschaltet ist also auch hier nur das persönliche Vertrags-Erfüllungs-Risiko, daß nämlich der Kreditnehmer zwar in der Lage, aber nicht gewillt ist, den Kreditvertrag zu erfüllen. Solche Debitoren sind aber überhaupt nicht kreditfähig. Berechtigt erscheint uns diese Kreditart nur dann, wenn vorhandene, bereits be-

[48]) Die Sicherungsübereignung ist juristisch ein sehr umstrittenes Gebilde, über dessen Rechtsnatur große Meinungsverschiedenheiten herrschen. Vgl. auch Weinhausen, Hans, Die Sicherungsübereignung, Berlin 1928.

zahlte Waren für eine Zeit mobilisiert werden müssen. Der richtigere und dem Kontokorrentkredit gegenüber auch billigere Weg scheint uns allerdings derjenige der Lombardierung der betreffenden Warenmenge zu sein. Auch bei der Sicherungsübereignung von Waren besteht die Gefahr der mehrmaligen Verwertung derselben Ware als Kreditsicherung. Nur ein wirkliches Faustpfand würde das Risiko des „Mehrspännigfahrens" ausschalten können. Das ist aber wegen der großen Kosten und hauptsächlich deshalb nicht durchzuführen, weil die Ware vom Kreditnehmer ja wirtschaftlich verwertet werden soll. Nur ein Verkauf dieser Waren wird dem Schuldner die Rückzahlung des Kredites ermöglichen. Als Ausweg hat man die Einführung eines Pfandregisters propagiert, das in etwa dem Grundbuch entsprechen soll. Durch ein solches Pfandregister soll dem Interessenten jederzeit die Belastung der im Eigentum des Kreditnehmers befindlichen Waren offenkundig gemacht werden. Die Tatsache, daß ein Warenlager sehr fungibel ist und sich in seiner Zusammensetzung normalerweise dauernd ändert, würde jedoch die Erreichung dieses Zweckes illusorisch machen[49]).

ddd) Wertpapiere.

Als fungibelste und damit sicherste Kreditunterlage werden gemeinhin die Wertpapiere genannt, besonders wenn sie zum Handel an der Börse zugelassen sind. Daß dies nicht unbedingt der Fall ist, ersehen wir aus der Entwicklung der letzten Jahre. Die vielgepriesene tägliche Verwertbarkeit der börsengängigen Aktien und festverzinslichen Schuldverschreibungen war in der Zeit der Börsenfeiertage vom 13. Juli 1931 bis 11. April 1932 mit einer kurzen Unterbrechung vom 4. bis 20. September fast vollständig aufgehoben. Zur selben Zeit zeigte sich das mit den Wertpapieren eingegangene Kursrisiko in vorher ungeahnten Ausmaßen. Dieses Kursrisiko versucht der Kreditgeber dadurch zu umgehen, daß er nur einen Teil des derzeitigen Kurswertes beleiht. Der Kurseinbruch der letzten Jahre überbot allerdings bei weitem auch die vorsichtigsten Schätzungen. Als Beispiel sei die Deckung eines Kredites auf der Grundlage einer der allerersten deutschen Aktien im Verlauf der letzten beiden Jahre durchgerechnet:

---

[49]) Weitere allgemeingültige Vorschläge vgl. unten S. 81 ff.

Kredithöhe: 90 000 RM

Deckung: Nominal 100 000 RM Aktien der Deutschen Bank und Diskontogesellschaft bei einem Kurse von 114,125 % am 16. April 1931 (ca. 80 % beliehen).

Datum	Börsenkurs [50]) in %	Gegenwart in RM	Deckung des Kredits in %
16. 4. 1931	114,125	114 125	126,8
11. 7. 1931	100	100 000	111,11
Börsenfeiertage			
18. 9. 1931	60,75	60 750	67,5
12. 4. 1932	43,5	43 500	48,33
1. 7. 1932	30	30 000	33,33
Zusammenlegung im Verhältnis 5 : 2			
31.12. 1932	75	30 000	33,33
16. 5. 1933	60	24 000	26,27
1. 6. 1933	53	21 200	23,55

Es ergibt sich somit ein Zusammenschmelzen der Deckung von 126,8 % auf 23,55 % des Kredites, also auf weniger als $^1/_5$ der ursprünglichen Höhe. Gleichzeitig war eine wirkliche Verwertung der Kreditunterlage durch Verkauf der Aktien an der Börse monatelang unmöglich. Außerdem hätte ein Angebot von 100 000 RM Aktien wahrscheinlich einen neuerlichen Kurseinbruch hervorgerufen.

Man wird diesem Beispiel entgegenhalten können, daß solche Kursrückgänge als erstklassig angesehener Papiere eine einmalige Erscheinung der letzten Krisenjahre sei. Abgesehen davon, daß auch in früheren Jahren große Kurseinbrüche vorgekommen sind [51]), ist es doch der Sinn der Realdeckung von Krediten: in Krisenzeiten den Kreditgeber vor Verlusten zu schützen. Wenn sich die persönlichen Verhältnisse des Kreditnehmers verschlechtern, wird die Realsicherung akut. Aber gerade dann versagt auch sie.

Aus diesen Erwägungen heraus glauben wir, daß Wertpapiere als Kreditunterlage für längerfristige Kontokorrentkredite reichlich ungeeignet sind. Außerdem widerspricht es dem Sinn dieser Einrichtung. Mit dem Erwerb von Aktien oder Obligationen übergibt der Käufer die hierfür aufgewendeten Vermögensteile aus seiner Wirtschaftsführung

[50]) Börsenkurse nach Veröffentlichungen in der Frankfurter Zeitung.

[51]) Nach der Kreditrestriktion 1927 sanken nach dem Börsenindex der Frankfurter Zeitung die Kassawerte von 180,10 am 2. Mai auf 143, am 1. Juni, also in einem Monat, um ca. 27 %; die Terminwerte von 172,61 auf 124,26, also um etwa 30 % des Standes vom Vormonat.

in diejenige der ausgebenden Stelle. Er selbst verzichtet damit auf die eigene wirtschaftliche Betätigung und begnügt sich bei Obligationen mit der ausgemachten Verzinsung und bei Aktienbesitz mit den auf seinen Teil entfallenden Dividenden. Daneben kann er gleichzeitig mit anderen Vermögensteilen ein Unternehmen betreiben. Benötigt er nun für sein eigenes Geschäft auf längere Zeit zusätzliche Geldmittel, so wird er richtigerweise seinen Wertpapierbesitz verkaufen und den Erlös im eigenen Unternehmen einsetzen. Nur zwei Gründe rechtfertigen statt des Verkaufes die Aufnahme eines Kredites auf Wertpapiergrundlage. Der eine ist der, daß die betreffenden Papiere zur Zeit einen ungünstigen Kurs haben und dieser sich voraussichtlich in absehbarer Zeit bessert. Der zweite liegt vor, wenn die in den Wertpapieren investierten Vermögensteile infolge starker Beanspruchung aller flüssigen Mittel auf eine kurze Zeit im eigenen Betriebe notwendig sind, bald aber wieder frei sein werden. Nur in diesen beiden Fällen sollte ein Durchhalten des Wertpapierbesitzes mit Hilfe der Beleihung derselben erfolgen. Entsprechen die in Frage stehenden Papiere den Anforderungen der Reichsbank für den Lombardverkehr, dann sollte dieser vorgezogen werden; im anderen Falle wird eine Privatbank das Lombardgeschäft abschließen. Für den Unternehmer an der Börse besteht eine weitere Möglichkeit der Mobilisierung von Wertpapieren in dem börsenmäßigen Reportgeschäft (Verkauf heute, verbunden mit einem gleichzeitigen Rückkauf zum nächsten Ultimo).

Dieselben grundsätzlichen Bedenken, die für die börsengängigen Wertpapiere als Unterlage für Kontokorrentkredite gelten, sind auch für die Freiverkehrswerte anzuführen, noch verstärkt durch ihren naturgemäß kleineren Markt. Noch weniger geeignet, überhaupt Kreditunterlage zu bilden, sind die Wertpapiere, die weder am offiziellen noch am freien Markt der Börse gehandelt werden. Im Notfall wird für sie häufig überhaupt keine Verkaufsmöglichkeit bestehen.

eee) Eintragung einer Sicherungshypothek.

Die letzte der üblichen Sicherungen des Kontokorrentkredites ist die Eintragung einer Hypothek auf das Grundeigentum des Kreditnehmers. Dies kann in der Form der Sicherungs-, der Höchstbetragshypothek oder in derjenigen der normalen Verkehrshypothek erfolgen. Solange der Wert des belasteten Grundstückes selbst den Betrag der eingetragenen Hypothek überragt, ist die Forderung tatsächlich gesichert, wenn auch die Mobilisierung häufig auf Schwierigkeiten stößt. In der letzten Krise hat aber selbst die Hypothekensicherung weitgehend versagt. Im Jahre 1932 sind bei Zwangsversteigerungen von Häusern sogar erststellige Hypotheken zum Teil ausgefallen, wenn der

Hypothekengläubiger oder einer seiner Nachmänner nicht in der Lage war, das Objekt selbst zu übernehmen. Findet aber die Übernahme durch den Gläubiger statt, so hat er zwar nominell sein Kapital zurückerhalten, jedoch in einer Form, die sich in der heutigen Zeit ohne effektiven Verlust kaum mobilisieren läßt. Diese Verluste können eintreten, trotzdem der Gläubiger bei Beginn des Kreditverhältnisses vor einigen Jahren vielleicht nur 50% oder weniger des damaligen Taxwertes beliehen hatte. Durch den Vollstreckungsschutz ist der Wert der Hypothek als Kreditsicherungsmittel noch fraglicher geworden.

Aber selbst dann, wenn die Hypothek durch den derzeitigen Verkaufswert des Grundstückes voll gedeckt ist, wird der Kreditgeber erst zum letzten Mittel der Zwangsvollstreckung greifen, wenn alle anderen Versuche, zu seinem Gelde zu kommen, fehlgeschlagen sind. Die Hypothek wird daher weitgehend versagen müssen, wenn der säumige, nicht zahlungswillige Schuldner den Zahlungstermin hinausziehen will. Ihrer Natur nach ist sie auch gar nicht die geeignete Grundlage für einen Kontokorrentkredit. Sie ist vielmehr eine Form der Mobilisierung des Grundstückbesitzes und sollte regelmäßig nur als Grundlage für langfristige Kredite dienen.

γ) Zusammenfassung.

Betrachten wir nun zusammenfassend den gesamten Komplex des bankmäßigen Kontokorrentkredites, so ist zuerst mit Nachdruck festzustellen, daß der Personalkredit unbedingt die gesündere Form der Kreditgewährung ist. Bei ihm ist die moralische und geschäftliche Qualität des Kreditnehmers ausschlaggebend. Die Gewährung von Personalkredit zwingt den Kreditgeber zu einer sorgfältigen Auswahl unter den Kreditsuchenden. Sind die persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse gut und risikofrei befunden worden, dann wird die Bank sich die Art und die Ertragsfähigkeit des Unternehmens und diejenige der Kreditverwendung genau ansehen müssen. Erst wenn auch diese den Ansprüchen entsprechen, wird ein Personalkredit eingeräumt werden. Die Stellung eines Bürgen durch den Debitor darf den Kreditgeber nicht veranlassen, eine weniger strenge Aussonderung vorzunehmen. Die Bürgschaftserklärung ändert nichts an der Tatsache, daß der gewährte Kredit ein reiner Personalkredit ist. Bei sorgfältiger Auswahl wird dann der Kreditgeber kaum einmal einen Verlust bei Personalkrediten erleiden, wie selbst die letzten schweren Krisenjahre zeigten. Selbstverständliche Voraussetzung ist die dauernde Beobachtung der persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse des Kreditnehmers während der ganzen Laufzeit des Kredites. Bei den ersten

Anzeichen einer Verschlechterung hat eine neue Prüfung zu erfolgen, ob die Weiterbelassung des Personalkredites berechtigt ist.

Findet die Bank aber in den Gegebenheiten des Kreditsuchenden Vertrags-Erfüllungs-Risiken, so versucht sie, sich deren Wirkungen durch eine oder mehrere Sicherungen zu entziehen. Die Kreditunterlagen haben allerdings für Kontokorrentkredite stets nur beschränkten Wert. Eine Lebensversicherungspolice hat zu Lebzeiten nur den relativ geringen Rückkaufswert, sichert aber beim Ableben des vermögenslosen Kreditnehmers der Bank die Versicherungssumme. Abgetretene Buchforderungen sind nur eine Sicherung gegen einen zahlungsfähigen, aber nicht zahlungswilligen Debitor. Der Kreditgeber erhält das Geld von den Buchschuldnern; wenn diese jedoch an den Kreditnehmer bezahlen, ist dieser in der Lage, auch seinen Verpflichtungen nachzukommen. Dasselbe ist von der Sicherungsübereignung von Waren zu sagen, die nur dann praktisch wird, wenn eine Verkaufsmöglichkeit für die Ware besteht. Ist der Verkauf möglich, dann kann auch der Debitor seinen Kredit zurückzahlen. Wertpapiere können sehr verschieden in ihrem Wert als Kreditunterlage sein, je nach ihrer Qualität und Verkaufsmöglichkeit (Börsenzulassung oder nicht). Aber auch ihre Verpfändung ist nur eine Sicherung gegen den nicht vertragstreuen Schuldner. Nur wenn eine Verkaufsmöglichkeit besteht, kann sich die Bank aus deren Erlös bezahlt machen, wie der ehrliche Schuldner aus demselben Verkaufserlös den Kredit freiwillig zurückzahlen wird. Die förmliche Belastung eines Grundstückes mit einer Hypothek stellt in den meisten Fällen ebenfalls keine zusätzliche Kreditsicherung dar. Selbst dem zahlungsunwilligen Debitor gegenüber versagt sie weitgehend, weil sich der Kreditgeber erst nach anderen Versuchen, zu seinem Gelde zu kommen, entschließen wird, die Zwangsvollstreckung zu betreiben. Aber auch dann ist es auf Grund des derzeitigen Vollstreckungsschutzes fraglich, ob dieser Weg zum gewünschten Erfolg führt.

Das Vorhandensein der angeführten Vermögensteile im Eigentum des Kreditsuchenden rechtfertigt bei moralischer und geschäftlicher Qualität desselben stets einen Personalkredit. Sind diese Qualitäten beim Debitor aber nicht gegeben, dann darf auch eine noch so reichliche Deckung nicht zur Kreditgewährung führen. Schuldner, die zahlen können und nicht wollen, sind nach unserer Auffassung überhaupt nicht kreditwürdig. Bei ihnen besteht auch die Gefahr, daß sie sich auf Grund derselben Vermögensgegenstände zwei- oder mehrmals Kredite zu verschaffen suchen. In diesem Falle sind die zweiten und späteren Kreditgeber um die scheinbare dingliche Sicherung des Kredites und meist auch um den Kreditbetrag betrogen. So ist die Sicherung bei den

Realkrediten nicht in der Lage, das in der Persönlichkeit des Kreditnehmers begründete Vertrags-Erfüllungs-Risiko zu dämpfen oder gar auszuschalten.

Durch die in der Praxis übliche schematische Festsetzung der Zinsen in gleicher Höhe für die verschiedensten Kredite lassen sich leider bei Bankkrediten keine Auswirkungen des jeweils übernommenen Risikos auf die Zinshöhe feststellen. Nur in Ausnahmefällen werden an sehr bekannte Firmen Personalkredite zu einem billigeren als dem normalen Zinssatz gewährt.

Der Sicherheitswahn der Kreditgeber führte in der letzten Zeit immer mehr vom gesunden Personalkredit zu dem leicht zu Kapitalfehlleitungen führenden Realkredit. Dabei trägt der Realkredit stets die Gefahr in sich, daß die Kreditunterlage im Laufe der Kreditfrist an Wert verliert und somit die ursprüngliche Deckung des Kredites gar nicht mehr gegeben ist. Ganz besonders die letzte Krise zeigte uns deutlich, daß bei Verschlechterung der Lage des Kreditnehmers gerade dann, wenn die Deckung des Kredites sich bewähren sollte, diese weitgehend versagte. In der Krise ist der Geldwert aller Vermögensteile stark gefallen und deckte im Ernstfall häufig nur mehr einen Bruchteil des auf ihrer Grundlage gewährten Kredites. Diese Erfahrungen fanden auch ihren Niederschlag in dem im Dezember 1932 herausgegebenen Jahresbericht des Zentralverbandes des deutschen Bank- und Bankiergewerbes. In diesem Bericht steht das scheinbare Paradoxon, das aber den wirklichen Verhältnissen entspricht: das Wort von der „Unsicherheit der Sicherheiten“ [52]).

Wie uns die Entwicklung zwangsweise gelehrt hat, ist der sogenannte gedeckte Realkredit nicht wesentlich risikofreier als der ungedeckte Personalkredit. Er hat dagegen den großen Nachteil, daß der von den Substanzwerten geblendete Kreditgeber sehr leicht die dringend notwendige Auswahl der Debitorpersönlichkeit unterläßt. Damit werden risikointensive Kredite gewährt, die bei Beschränkung auf den Personalkredit nicht gegeben worden wären. Außerdem verstößt der seiner Natur gemäß stets revolvierende gedeckte Kontokorrentkredit gegen den lapidaren Grundsatz, daß die Kreditsumme durch die Kreditverwendung, d. h. durch das Vorhandensein der Vermögenswerte gesichert sein soll, für deren Kauf oder Herstellung er aufgenommen wird. Es kann nicht die Aufgabe des Kontokorrentkredites sein, festgelegte Vermögensteile zu mobilisieren. Zu diesem Zweck sind die Möglichkeiten der typischen Mobilisierungskredite wie Wechseldiskontierung (bei Buchforderungen), Report (börsenfähige Wert-

[52]) Vgl. Frankfurter Zeitung Nr. 943/44 vom 18. 12. 1932.

papiere), Lombard (Wertpapiere und Waren) und die Aufnahme einer Verkehrshypothek (auf Grundbesitz) gegeben. Hat der Bankkunde sich auf einem dieser dem Kontokorrentkredit gegenüber dazu noch billigeren Wege flüssige Geldmittel verschafft, dann kann er diese Geldsumme auf sein Bankkonto einzahlen und im Kontokorrent darüber verfügen. Der von der Bank gewährte Kontokorrentkredit sollte dagegen stets nur Personalkredit sein, der erst nach sorgfältiger Prüfung eingeräumt und während der Laufzeit des Kredites dauernd überwacht wird[53]) [54]).

dd) Beleihungskredite.

Im Gegensatz zum Kontokorrentkredit sind die reinen Beleihungskredite weitgehend unabhängig von der Persönlichkeit des Kreditnehmers, dagegen stark auf die Qualität der beliehenen Objekte abgestellt. Infolgedessen sind diese Kreditarten mit einem anders gelagerten Vertrags-Erfüllungs-Risiko belastet. Es besteht in der Möglichkeit, daß der Debitor am Ende der Kreditfrist nicht in der Lage ist, die beliehenen Gegenstände gegen Rückzahlung der Kreditsumme wieder auszulösen. Tritt dieser Fall ein, dann kann sich der Kreditgeber an dem Beleihungsobjekt schadlos halten. Ein effektiver Verlust trifft ihn erst dann, wenn der Verkaufswert des Pfandes nicht den Kreditbetrag deckt. Um das Risiko zu mindern, wird meist nur ein Bruchteil des tatsächlichen Pfandwertes beliehen. Deckt der Verkaufserlös noch die Kreditsumme plus Zinsen und Kosten, dann äußert sich das eingegangene Risiko in dem Zeitverlust bis zur Verwertung des Pfandes, der sich für den Kreditgeber auch in einem Gewinnentgang auswirken kann.

a) Reportgeschäft.

Das für Prolongationen an der Börse übliche Reportgeschäft ist wirtschaftlich ein Kredit, der in die rechtliche Form eines Verkaufes per Ultimo des laufenden Monats, verbunden mit einem Rückkauf per Ultimo des nächsten Monats gekleidet ist[55]). Für das einzugehende Risiko ist die voraussichtliche Kursentwicklung des betreffenden Papieres wichtig. Steigt der Kurs bis zum Ende der Kreditfrist, so hat

[53]) Mahlberg verlangt in „Kapitalleitung und Arbeitslosigkeit", Leipzig 1931, S. 10: „Einschränkung oder Verbot der Realsicherung von Krediten." Weiter schreibt er dort: „Es gibt dann nicht weniger Kredite wie sonst, nur werden sich die Kreditgeber mehr anstrengen müssen, daß ihr Kapital richtig geleitet wird, während zur Zeit die Realsicherung ein Freibrief kür volkswirtschaftliche Dummheit ist."

[54]) In England ist die Gewährung von Personalkrediten auch jetzt in höherem Umfange üblich als bei uns. Vgl. Dessauer, "Die Big five", Stuttgart 1933, S. 104.

[55]) Vgl. Schmidt, Liquidation und Prolongation S. 229 f.

der Geldnehmer die Möglichkeit, die Papiere günstiger an der Börse zu verkaufen und mit dem Erlös den Geldanspruch des Geldgebers zu befriedigen. Ist die Tendenz also steigend, dann geht der Geldgeber überhaupt kein Vertrags-Erfüllungs-Risiko ein. Der Zins[56]) kann verhältnismäßig niedrig sein. Zu beachten ist, daß Reportgeschäfte stets nur mit zum Terminhandel an der Börse zugelassenen Effekten abgeschlossen werden, die also einen ausgedehnten Markt haben.

Wie ist es dagegen, wenn die Gefahr einer Kurssenkung besteht und dann der an der Börse zu erzielende Verkaufspreis der Papiere die Kreditsumme nicht mehr deckt? Jetzt geht der Hereinnehmer das Risiko ein, daß der Hereingeber am nächsten Ultimo nicht in der Lage ist, den ausgemachten Rückkaufspreis zu bezahlen. Versagt dieser tatsächlich, so können die Papiere immer noch an der Börse verkauft werden. Die Höchstgrenze der Verlustmöglichkeit ist daher die Differenz zwischen dem ausgemachten Rückkaufskurs (dem gewährten Kredit plus Report) und dem Börsenkurs (Verkaufserlös der Kreditdeckung). Also erst dann, wenn die Deckung des Kredites selbst nicht ausreicht, tritt das aus der Persönlichkeit des Kreditnehmers erwachsende Vertrags-Erfüllungs-Risiko auf. Je nach der Qualität des Hereingebers richtet sich dann die Risikoprämie und damit die Höhe des Reportsatzes. Daneben hat allerdings auch die allgemeine Börsengeldlage und natürlich die Dringlichkeit der Nachfrage nach Geld oder Stücken[57]) Einfluß auf den Reportsatz. Dem Reportsatz am nächsten verwandt sind der Lombardsatz der Reichsbank und der Satz für Monatsgeld an der Börse; beide normalerweise etwas niedriger. Der Lombardsatz ist deshalb geringer, weil er nur für die wenigen, zum Lombardverkehr der Reichsbank zugelassenen Wertpapiere gilt, die ihres geringen Risikos wegen ausgesucht sind und außerdem nur zu einem Teil ihres Wertes beliehen werden. Der Monatsgeldsatz für erste Adressen ist ebenfalls risikolos, da zu ihm nur ein enger Kreis bekannter und angesehener Börsenfirmen bedient werden. Das Reportgeschäft dagegen ist immer mit einem gewissen Risiko behaftet, schon deswegen, weil es die Prolongation eines Spekulationsgeschäftes darstellt. Im Schaubild 5 haben wir diese drei Zinssätze für die Jahre

---

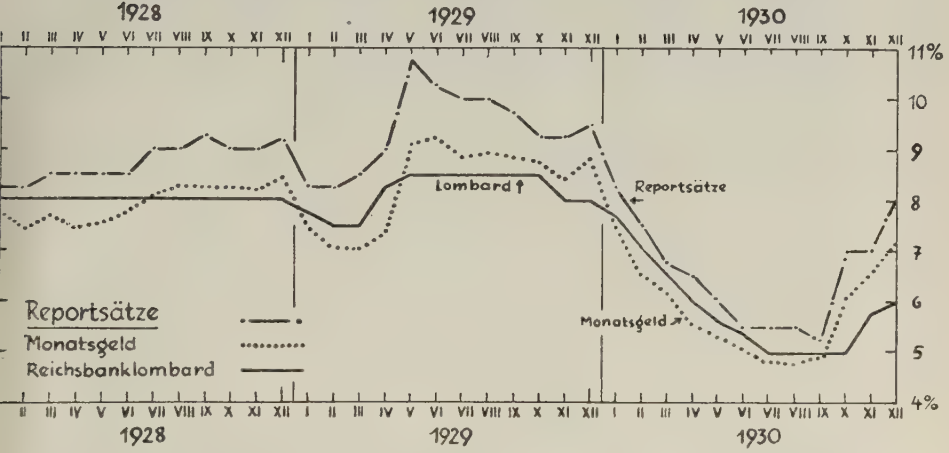
[56]) Dieser Zins, der Report, wird üblicherweise nicht gesondert bezahlt, sondern als Zuschlag zum Hereinnahmekurs im Rückkaufskurs erhoben.

[57]) Hat der Geldgeber ein großes Interesse an dem Besitz des betr. Papieres (etwa ein Baissier, der blanko verkauft hat und daher das Papier benötigt; oder aus machtpolitischen Gründen — GV.), so wird er u. U. nur einen geringen Reportsatz verlangen, den Kredit zinslos gewähren oder gar einen Deport zahlen.

1928—1930[58]) aufgezeichnet. Der den Vergleichssätzen gegenüber mit mehr Risiko belastete Reportsatz ist immer höher als die beiden anderen Sätze.

Schaubild 5.

Reportgeldsätze an der Frankfurter Börse 1928—1930*)
im Vergleich mit den Monatsdurchschnitten des Reichsbanklombardsatzes und der Monatsgeldsätze in Frankfurt*).



*) Nach dem Börsen- und Wirtschaftskalender der Frkftr. Ztg. Jahrg. 1929 S. 89, 1939 S. 90 und 1931 S. 93.

β) Lombardkredit.

Eng verwandt mit dem Reportgeschäft ist der Lombardkredit, der aber in einer ganz anderen juristischen Form auftritt. Der Lombardkredit ist ein Darlehen gegen Verpfändung beweglicher Güter, die im Eigentum des Kreditnehmers verbleiben, jedoch in den mittelbaren oder unmittelbaren Besitz des Kreditgebers übergehen. Die üblichsten Arten sind der Lombardkredit gegen Verpfändung von Wertpapieren oder Warenbeständen. Daneben werden auch Edelmetalle und Wechsel lombardiert.

Wir sagten schon früher, daß die Wertpapiere ihrer Natur nach einer Mobilisierung durch Beleihung widersprechen, weil sie die Form

[58]) Nach dem Börsen- und Wirtschaftskalender Jahrg. 1929 S. 89, 1930 S. 90 und 1931 S. 93. Für die Jahre nach 1930 waren keine Zahlen zu erreichen. Das Reportgeschäft hat in den letzten Jahren an Bedeutung verloren, insbesondere seit den Börsenfeiertagen von Juli 1931 bis April 1932.

langfristiger Ausleihungen oder ebensolcher Beteiligungen an fremden Unternehmen darstellen. Benötigt der Eigentümer die in den Wertpapieren investierten Geldmittel für dauernd oder voraussichtlich für längere Zeit in seinem eigenen Unternehmen, so ist ein Durchhalten der Effekten mittels Beleihung nicht gerechtfertigt. Haben die Papiere dagegen zur Zeit einen ungünstigen Kurs und besteht die Hoffnung, daß dieser sich in absehbarer Zeit bessert, dann dürfen die Effekten bis zum Verkauf auf eine gewisse Zeit beliehen werden. Dasselbe gilt, wenn der vermehrte Geldbedarf nur für eine kurze Spanne Zeit auftritt[59]). Mit der Lombardierung befassen sich sowohl die Reichsbank als auch die anderen Banken. Zum Lombardverkehr bei der Reichsbank sind allerdings nur bestimmte Wertpapiere[60]) mit einer Beleihungsgrenze von 50 bis 75% ihres derzeitigen Kurswertes zugelassen. Ferner reichsbankfähige Wechsel mit einem Abschlag von mindestens 5% sowie im Inland lagernde Kaufmannsware zu höchstens $^2/_3$ ihres Wertes. Wir haben hier dasselbe Bild wie beim Wechselkredit. Die Reichsbank hat, um das mit dem Lombardkredit verbundene Risiko möglichst weitgehend auszuschalten, nur einen ganz bestimmten Kreis von Wertpapieren, Wechseln und Waren zum Lombard zugelassen. Darüber hinaus wird stets nur ein Teil des derzeitigen Wertes beliehen. Je sicherer die Persönlichkeit des Kreditnehmers, je stabiler der Wert der Unterlage und je leichter die Verkäuflichkeit derselben, um so größer ist auch der Prozentsatz, der beliehen wird. Wieder, wie beim Wechseldiskont, hat die Reichsbank auch beim Lombardgeschäft das eingegangene Risiko auf das mögliche Minimum herabgeschraubt und gleichzeitig das Lombardgeschäft so stark typisiert, daß sie alle Kredite zu demselben Zinssatz gewähren kann. Dieser Lombardsatz (zur Zeit 5%) ist gewöhnlich 1% höher als der gleichzeitige Diskontsatz.

---

[59]) Andere Gründe zur Aufnahme eines Lombardkredites können wirtschaftlich nicht anerkannt werden. Insbesondere ist die Lombardierung von Aktien zu verurteilen, wenn die so erhaltenen Geldmittel zum Ankauf weiterer Aktien benutzt werden, um auf diesem Wege eine Machtposition in der betreffenden Aktiengesellschaft zu erhalten.

[60]) Nach den Bedingungen der Reichsbank: Aktien deutscher Eisenbahngesellschaften, deren Bahnen im Betrieb sind; Pfandbriefe unter staatlicher Aufsicht stehender Bodenkreditinstitute Deutschlands und diejenigen deutscher Hypothekenbanken sowie von Bodenkreditinstituten mit kommunaler Garantie (alle bis zu 75%). Schuldverschreibungen nichtdeutscher Staaten und staatlich garantierte ausländische Eisenbahn-Prioritätsobligationen zu höchstens 50%. Ferner, wenn von einer als zahlungsfähig bekannten Bank eingereicht, Schuldverschreibungen des Reiches, eines deutschen Landes oder einer deutschen Kommune sowie Schuldverschreibungen, deren Zinsen von einer dieser Stellen garantiert sind (bis 75%).

Die Differenz soll Ersatz der für das Lombardgeschäft zusätzlich entstehenden Kosten für Verwaltung, Aufbewahrung bzw. Lagerung und Kontrolle der Kreditunterlage sein. Hinzu kommt noch eine Risikoprämie für das Vertrags-Erfüllungs-Risiko, das bei Versagen des Lombardschuldners entsteht und sich als eine zwangsläufige Verlängerung der Kreditfrist auswirkt.

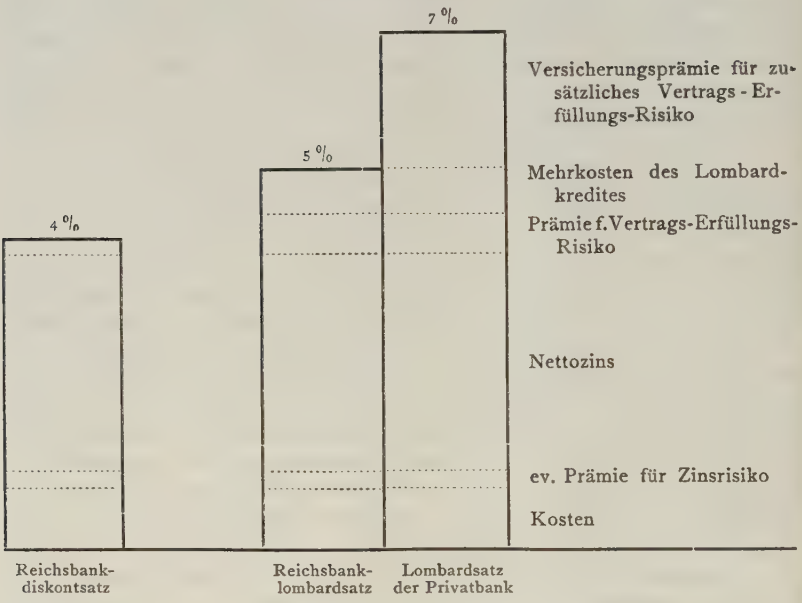
Gewährt die Reichsbank einen beantragten Lombardkredit nicht, weil ihr der Kreditnehmer oder die angebotenen Unterlagen nicht genügen, dann wird dieser Kredit in vielen Fällen von einer Privatbank gegeben. Insbesondere lombardiert die Bank auch Aktien und Obligationen von Industrieunternehmen, Banken usw., meist jedoch nur, wenn diese Papiere zum Handel an der Börse zugelassen sind. Bei diesen Papieren, die leichter größeren Kursschwankungen unterworfen sind als die oben angeführten reichsbanklombardfähigen Papiere, geht der Kreditgeber naturgemäß ein größeres Risiko ein. Die Bank versucht es dadurch abzudämpfen, daß sie nur, je nach der Güte des Effektes 50—70% des derzeitigen Kurswertes beleiht. Ferner behält sie sich das Recht vor, bei einem Kursrückgang des lombardierten Papieres bzw. Preisrückgang der betreffenden Ware entweder eine zusätzliche Deckung oder eine entsprechende Teilrückzahlung des Lombardkredites zu verlangen.

Trotzdem auch die Privatbank mit diesen Sicherungsmaßnahmen und der vorsichtigen Auswahl des Kreditnehmers das Vertrags-Erfüllungs-Risiko in starkem Maße ausschaltet, berechnet sie für Lombardkredite zur Zeit 7% (Reichsbanklombardsatz von 5% plus $^1/_6$% Provision per Monat). Was stellt nun diese Differenz von 2% gegenüber dem Reichsbanklombardsatz dar? Man ist versucht, sie analog den entsprechenden Diskontsätzen als eine Versicherungsprämie anzusprechen. Dies trifft aber nur in zwei Fällen zu. Einmal für die Lombardierung von Wertpapieren, die die Reichsbank ihren Bestimmungen gemäß nur den als zahlungsfähig bekannten Banken lombardiert. Das andere Mal, wenn die Reichsbank d i e s e m Kreditnehmer keinen Lombardkredit direkt gewährt. Hier übernimmt also die Privatbank tatsächlich der Reichsbank gegenüber das zusätzliche Vertrags-Erfüllungs-Risiko, sie versichert den Lombardkredit. Das Schaubild 6 möge dies veranschaulichen.

Die eingezeichneten Kosten, Prämie für Zinsrisiko und der Nettozins wollen in ihrer Höhe nicht absolut gewertet werden, sondern haben im Schaubild nur schematische Bedeutung. Die Prämie für das Vertrags-Erfüllungs-Risiko haben wir dagegen für den Diskontsatz durch Vergleich mit dem von diesem Risiko freien Privatdiskontsatz isoliert[61]).

[61]) Vgl. Schaubild 4 S. 42.

Schaubild 6 [62]).



Im Lombardsatz ist diese Risikoprämie natürlich höher als im Diskontsatz, da die Lombardunterlagen im Notfall mobilisiert werden müssen. Sie ist um so viel höher, als die Differenz zwischen Diskont- und Lombardsatz nicht durch die Mehrkosten des Lombardkredites für Verwaltung, Aufbewahrung und Kontrolle der Kreditunterlage aufgebraucht werden. Lombardiert nun eine Privatbank Vermögenswerte ihrer Kunden und verschafft sich das Geld sofort wieder durch Relombard bei der Reichsbank, dann ist die Differenz zwischen beiden Zinssätzen eine Versicherungsprämie für das zusätzliche Vertrags-Erfüllungs-Risiko, welches sie gegenüber der Reichsbank übernimmt. Für diesen Fall, der vielleicht in der Praxis nicht allzu häufig auftritt, erscheint der Unterschied von 2% zwischen Reichsbanksatz und Satz der Privatbanken reichlich hoch. Es ist hier wie bei allen anderen von Privatbanken ge-

[62]) Dargestellt sind der Reichsbanklombardsatz und der Lombardsatz der Privatbanken ihren Kunden gegenüber (nach Angabe einer deutschen Großbank). Zum Vergleich ist der Reichsbankdiskontsatz daneben gestellt (vgl. Schaubild 4 S. 42). Alle Sätze sind die 1933 üblichen (1 cm = 1%). Die Unterteilung hat nur schematische Bedeutung.

währten Krediten: Die weitgehende Berechnung desselben Zinssatzes für die verschiedensten Kredite[63]) führt zu einer ungerechtfertigten Belastung der mit geringem Risiko behafteten Kredite, weil bei der Festsetzung des Zinssatzes stets der ungünstigste Fall als der normale angesehen wird.

Was stellt aber die Differenz zwischen Reichslombardsatz und dem entsprechenden Satz der Privatbanken dar, wenn Vermögensgegenstände lombardiert werden, welche die Bank nicht bei der Reichsbank weiter lombardieren kann?

Nehmen wir an, daß der von der Reichsbank im Lombardsatz geforderte Nettozins der für die derzeitige Wirtschaftslage natürliche ist und auch von der Privatbank in derselben Höhe verlangt wird. Das Zinsrisiko dieses Kredites ist ebenfalls gleichgroß; unwichtig, ob der Kredit von der Reichsbank oder einer anderen Bank gewährt wird. Verschieden sind dagegen die Selbstkosten für die Kreditmittel. Der Reichsbank stehen nämlich die Depositen ihrer Kunden zinslos zur Verfügung[64]). Außerdem hat sie das Recht der autonomen Kreditschöpfung, während die Privatbanken ihren Kreditoren einen Zins bezahlen müssen und nur in beschränktem Umfange Kredit schöpfen können. Diese Mehrkosten der Kreditmittel ergeben naturgemäß auch einen entsprechend höheren Lombardzins der Privatbanken. Hiermit ist jedoch noch nicht die gesamte Differenz der beiden Zinssätze erklärt.

Der hier zu untersuchende Lombardkredit wird gegen Kreditunterlagen gewährt, die nicht zum Lombardverkehr bei der Reichsbank zuzugelassen sind. Sie sind deswegen ausgeschlossen, weil das ihnen anhaftende Risiko der Reichsbank zu groß erscheint. Dieses, dem Reichsbanklombard gegenüber zusätzliche Risiko übernimmt die Privatbank bewußt und verlangt hierfür vom Kreditnehmer eine erhöhte Risikoprämie, welche ihr auch unbedingt zuzubilligen ist.

Gewährt also die Privatbank aus den ihr zur Verfügung gestellten Mitteln einen Lombardkredit auf Vermögenswerte, welche die Reichsbank wegen des größeren Risikos als Kreditunterlage ausgeschlossen hat, dann ist die Differenz zwischen Lombardsatz der Reichsbank und demjenigen der Privatbank (ceteris paribus) einmal der Ersatz für die höheren Selbstkosten der Bank und zum anderen die zusätzliche Risikoprämie für das erhöhte Vertrags-Erfüllungs-Risiko. Erreichen aber

---

[63]) Zur Zeit werden von allen Privatbanken 7% Zinsen sowohl für alle Lombardkredite als auch für ungedeckte und für gedeckte Kontokorrentkredite berechnet.

[64]) Allerdings berechnet die Reichsbank für ihre Dienstleistungen dem Kunden keine Spesen.

die höheren Selbstkosten plus die zusätzliche Risikoprämie nicht die ganze Höhe der Differenz, dann stimmt unsere stillschweigende Voraussetzung des gleichen Nettozinses bei Reichsbank und Privatbank nicht mehr, denn dieser Rest ist zusätzlicher Nettozins der Privatbank.

γ) Rembourskredit.

Eine besondere Art der Warenbeleihung ist der Rembourskredit[65]), die Finanzierung des internationalen Warenhandels. Grundsätzlich zu unterscheiden sind zwei ganz verschieden geartete Anwendungsgebiete des Rembourskredites: 1. die Finanzierung des Exportes nach Übersee, 2. die Finanzierung des europäischen Importes.

1. Grundlage der Exportfinanzierung sind die Waren, die ausgeführt werden. Ihr Verkaufserlös wird von der Bank bevorschußt, und zwar in der Form des Akzeptkredites[66]). Es wird nicht der volle Wert der Waren, sondern nur ein Teil kreditiert, je nach der Verwertbarkeit 50—75%. Da die Ware bereits an den überseeischen Importeur zu 100% ihres Wertes fest verkauft ist, muß zunächst diese nur teilweise Finanzierung erstaunen. Wir ersehen daraus, daß der Rembourskredit tatsächlich ein Beleihungskredit ist. Das dem ausländischen Importeur anhaftende Vertrags-Erfüllungs-Risiko wird von der kreditierenden Bank so hoch eingeschätzt, daß sie den Kredit nicht auf das getätigte Verkaufsgeschäft und das hieraus resultierende Forderungsrecht des Exporteurs, sondern nur auf den Wert der auszuführenden Ware hin gewährt. Die Bank behält sich das Verfügungsrecht über die Ware mittels der Verladedokumente bis zur Bezahlung durch den Importeur oder dessen Bank vor. Erfolgt die Bezahlung nicht, dann kann sich die Bank durch einen anderweitigen Verkauf der Ware schadlos halten. Deckt der Erlös des Warenverkaufes in Übersee nicht den ganzen Kreditbetrag, so muß der Exporteur als Kreditnehmer für die Differenz aufkommen. Allerdings haftet er nicht in der strengen Form des Wechselrechtes, weil die Bank als Akzeptant keinen Regreß am Exporteur als Aussteller des Wechsels nehmen kann.

In der Praxis wird beim Exportrembourskredit meist eine Londoner Bank eingeschaltet[67]). In diesem Fall ist die Londoner Bank Kreditgeber und die (deutsche) Exportbank tritt nur als Vermittler

---

[65]) Vgl. hierzu Kalveram, Bankbetriebslehre, in „Handelshochschule" I S. 1400 ff., und Strathus, Das Remboursgeschäft, in Bankwissenschaft II S. 248 ff.

[66]) Die Bank akzeptiert die von dem Exporteur auf sie gezogene Tratte, die dann vom Exporteur verwertet werden kann.

[67]) Vgl. Kalveram a. a. O. S. 1405.

auf. Neben der Vermittlungstätigkeit ist dann ihr Hauptzweck die Risikoverringerung der Rembourstelle, welche den Kredit nicht an einen mehr oder weniger risikointensiven Exporteur, sondern an die ihr bekannte Exportbank gewährt.

Die Verschiffungsdokumente, die ihrem Inhaber das Verfügungsrecht über die Exportware sichern, werden beim Exportrembours dem überseeischen Importeur oder seiner Bank in der Regel erst dann übergeben, wenn die Bezahlung erfolgt (documents against payment = d/p). Werden die Papiere aber bereits gegen Akzept ausgehändigt (documents against acceptance = d/a), so sichert sich der Londoner Rembourgeber üblicherweise dadurch, daß er sich einen "letter of hypothecation" ausstellen läßt. Mit diesem "letter of hypothecation" verpfändet der Importeur die Ware und ihren Verkaufserlös bis zur Bezahlung des Akzeptes.

Noch stärker gesichert ist der Kreditgeber beim Negoziationskredit, der eine Abart des eigentlichen Rembourskredites ist. Hier zieht der Exporteur die Tratte nicht auf die kreditgebende Bank, sondern auf den überseeischen Exporteur. Die Bank diskontiert oder bevorschußt dann diese noch nicht akzeptierte Tratte, wenn ihr gleichzeitig die Traditionspapiere der Warensendung ausgehändigt werden. Die Dokumente gibt sie erst gegen Bezahlung an den Importeur weiter (d/p). Auch hier kann an die Stelle der Barzahlung die Akzeptierung der Tratte (d/a) treten, wenn der Importeur gleichzeitig einen "letter of hypothecation" oder einen "letter of trust" ausstellt. Beim Negoziationskredit ist die Bank demnach gesichert durch die Traditionspapiere bzw. die verpfändeten Waren und weiterhin durch die wechselrechtliche Haftung des überseeischen Importeurs als Akzeptant und des europäischen Exporteurs als Aussteller des Wechsels.

Wie wir sehen, ist das mit dem Rembourskredit eingegangene Vertrags-Erfüllungs-Risiko fast in jedem einzelnen Fall ein anderes. Daher hat sich bei diesem Geschäftszweig die allgemeine Nivellierung der Zinssätze nicht durchsetzen können. Der Zinssatz richtet sich hier ganz nach den Gegebenheiten des einzelnen Kredites[68]). Je leichter verwertbar die Exportware ist (Risiko der Kreditverwendung), je bekannter dem Kreditgeber Importeur und Exporteur oder die kreditnehmende Bank sind (das aus der Persönlichkeit erwachsende Risiko) und je besser die Rechts- und Wirtschaftsverhältnisse des Importlandes sind (Risiko, das aus den allgemeinen Verhältnissen entspringt), um so geringer ist das übernommene Vertrags-Erfüllungs-Risiko. Ent-

[68]) Nach Angabe einer deutschen Großbank.

sprechend wird ein höherer Prozentsatz des Warenwertes beliehen und ein niedrigerer Zins für den Exportrembourskredit verlangt.

2. Der Importrembourskredit stellt im Grunde weiter nichts als eine Risikoverminderung für den vom Exporteur gewährten Kredit dar. Um nämlich das Vertrags-Erfüllungs-Risiko zu beschränken, soweit es in der Persönlichkeit des Importeurs begründet ist, verlangt der Exporteur ein Bankakzept, gegen das er die Traditionspapiere übergibt. M. a. W. versichert also die Importbank dem überseeischen Exporteur gegenüber den Warenkredit. Der Kredit ist jetzt in die strenge Wechselform gekleidet und der Exporteur kann jederzeit das Bankakzept durch Indossament verwerten. Außerdem haftet der Bank ein geringeres Vertrags-Erfüllungs-Risiko an als dem Importeur, wenigstens glaubt dies der Exporteur, und auf seine Risikoschätzung kommt es hierbei an.

Die gegen ihr Akzept erhaltenen Verschiffungsdokumente legt die Bank in ihr Depot als Sicherheit für den gewährten Akzeptkredit. Da diese Dokumente der Bank das alleinige Verfügungsrecht über die Ware einräumen, ist diese Sicherung ebensogut als wenn die Bank die Ware selbst in ihrem Gewahrsam hätte. M. a. W. beleiht also die Bank ihrem Kunden die Importware und gibt die Traditionspapiere erst dann an den Importeur, wenn dieser ihr den Gegenwert für die Ware anschafft. Im Gegensatz zu ihrer sonstigen Gepflogenheit beleiht die Bank in diesem Fall nicht nur einen Teil des Warenwertes, sondern den Gesamtbetrag der Importfaktura. Sie geht damit kein erhöhtes Risiko ein, weil die nach Deutschland importierten Waren meist Rohstoffe sind, die einen großen Markt und durch den börsenmäßigen Handel auch einen allgemeingültigen Marktpreis haben. Dieser Marktpreis kann wohl schwanken, doch sind seinen Bewegungen in normalen Zeiten enge Grenzen gesetzt. Dem Exportkredit gegenüber ist der Importkredit noch dadurch risikogeringer, daß die Importware am Ende der Kreditfrist in Deutschland sofort greifbar ist. Dagegen ist die Ware beim Exportkredit an diesem Zeitpunkt in Übersee und wird häufig nur schwer ohne Verluste abzusetzen sein.

Inwiefern wirkt sich das Dazwischentreten der Importbank für den überseeischen Exporteur risikoverringernd aus? Erscheint der europäische Importeur dem Exporteur mit einem allzu großen Risiko belastet, dann wird er diesem überhaupt keinen Warenkredit einräumen können. Erst, wenn die Importbank dieses Risiko durch ihr Akzept übernimmt, wird das Kreditgeschäft zustande kommen. Aber auch, wenn der Importeur selbst bereits kreditwürdig ist, verringert sich das Vertrags-Erfüllungs-Risiko beim Hinzutreten der zusätzlichen Bankhaftung. Oft wird ein ängstlicher Exporteur noch dazu die Domi-

zilierung des Wechsels bei einer Londoner Bank oder gar das Akzept einer solchen Bank verlangen, was eine weitere Risikoverminderung darstellt[69]). Insbesondere, wenn der Exporteur im Imperium ansässig ist. Ein Akzept auf London ist natürlich unter englisches Gesetz gestellt. Der Exporteur braucht im Notfall den Wechsel nicht in einem anderen Lande einzuklagen. Ein auf Sterling ausgestellter Wechsel hat den weiteren Vorteil, daß in diesem Falle der Londoner Diskontsatz berechnet wird. Dieser ist seit Jahren dauernd niedriger als der deutsche Satz. Alle diese Risikoabschwächungen wirken sich entsprechend als verringerte Risikoprämie aus und ermäßigen so den vom Exporteur für die Dauer des Warenkredites berechneten Zinssatz.

Für den deutschen Importeur wird die so entstehende Zinsdifferenz jedoch vermindert durch die Akzeptprovision der Bank, welche im Grunde genommen eine Versicherungsprämie für das übernommene Risiko darstellt. Besteht die Gefahr, daß der Importeur bis zum Fälligkeitstage des Akzeptes den Gegenwert noch nicht beschafft hat, dann geht die Bank tatsächlich ein Vertrags-Erfüllungs-Risiko ein. Dieses wirkt sich für die Bank so aus, daß sie mit ihren eigenen Geldmitteln einspringen und das Akzept selbst einlösen muß. Die Akzeptprovision als Versicherungsprämie setzt sich zusammen aus den event. Kosten, dem Gewinn der Bank und der jeweiligen Risikoprämie. Grundlegend für ihre Höhe ist die Größe der Risikoprämie. Auch wenn Kosten und Gewinn der Bank bei allen Rembourskrediten gleich sind, wird jede Verschiedenheit des beim einzelnen Kredit eingegangenen Risikos eine andere Risikoprämie und damit eine andere Akzeptprovision bedingen. In ganz sicheren Fällen wird die Risikoprämie sogar gleich Null sein können und die Akzeptprovision dann nur Kosten und Gewinn der Bank enthalten.

Naturgemäß konnte sich der sonst bei den Banken so beliebte, schematisch festgesetzte Prozentsatz für die Rembourskredite nicht einführen. Im Gegenteil zeigt die Praxis an diesem Teilmarkt wirklich die Mannigfaltigkeit der Sätze, die wir bei allen Kreditarten je nach dem eingegangenen Risiko verlangen müssen[70]). Daß sich beim Rembourskredit die Erstarrung der Sätze nicht durchsetzen ließ, liegt einmal an der Machtposition großer Importfirmen und zum anderen an der Konkurrenz durch ausländische, namentlich englische Banken.

[69]) Diese Möglichkeit ist z. Z. wegen der Devisenbewirtschaftung für Deutschland nicht gegeben, wie überhaupt der gesamte Import starken Beschränkungen unterworfen ist.

[70]) Nach der Angabe einer deutschen Großbank sind die Sätze so differenziert, daß ihre Bekanntgabe ohne genaue Unterlagen der einzelnen Kredite keine Verwertung zuließen. Die Unterlagen aber könnten nicht der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden.

δ) Hypothekarkredit.

Als Typ des langfristigen Beleihungskredites können wir den Hypothekarkredit ansprechen. Hier wird der Grundbesitz des Kreditnehmers beliehen, wobei die Eintragung der Hypothek in das Grundbuch die reale Sicherung des Kredites darstellt. Daneben haftet naturgemäß auch das übrige Vermögen des Schuldners für diesen Kredit. Grundsätzlich gibt es zwei ganz verschiedene Gründe für die Aufnahme eines Hypothekarkredites. Die eine ist der Finanzbedarf des Kreditnehmers, der durch den Hausbau bzw. Haus- oder Grundstückskauf entsteht. Die andere ist das Sicherungsverlangen des Kreditgebers bei den verschiedensten Kreditarten.

1. Wenn jemand ein Haus bauen will und ist nicht in der Lage, die hierzu notwendigen Geldmittel selbst ganz aufzubringen, so besteht für ihn die Möglichkeit (abgesehen von eventuellen Zuschüssen öffentlicher Stellen), langfristige Kreditmittel gegen Eintragung einer Hypothek auf das Grundstück zu erhalten[71]). Dieselbe Möglichkeit hat der Kreditsuchende, wenn er mit dem Kredit einen Um- bzw. Erweiterungsbau ausführen lassen will oder irgendeine andere Wertsteigerung des Grundstückes damit vornimmt. Ebenso, wenn ein Grundstück mit Hilfe des aufzunehmenden Kredites erworben werden soll oder ein sonst notwendiger Verkauf hierdurch vermieden werden kann. In allen diesen Fällen ist das gesunde Prinzip gewahrt, daß die Verwendung des Kredites auch gleichzeitig dem Kreditgeber die Kreditsicherung darstellt. Die ganze Einrichtung des Hypothekarkredites ist demnach weiter nichts als eine Form realer Sicherung des gegebenen Kredites. M. a. W.: mag das in der Persönlichkeit und den wirtschaftlichen Verhältnissen des Kreditnehmers begründete Vertrags-Erfüllungs-Risiko noch so groß sein, es ist durch die Eintragung der Hypothek wirkungsvoll ausgeschaltet. Statt dessen erreicht allerdings das aus der Kreditverwendung entstehende Vertrags-Erfüllungs-Risiko erhöhte Bedeutung, welches hier wie bei allen Realkrediten Folge des eingegangenen Preisrisikos ist. Dieses Risiko möglichst weitgehend auszuschalten, ist Aufgabe der sorgfältigen Auswahl bei der Beleihung der Objekte. Wesentlich ist, ob die Hypothek an erster oder an nachgeordneter Stelle eingetragen wird. Naturgemäß ist die erste Hypothek weniger den Auswirkungen des Preisrisikos ausgesetzt als die zweite und spätere. Infolgedessen ist sie auch in der Lage, das dem einzelnen

---

[71]) Es ist nicht unsere Aufgabe, die technische Mannigfaltigkeit der Gewährung von Hypothekarkredit zu beschreiben. Vgl. hierzu das Kapitel „Hypothekarkredite" bei Kalveram, Finanzierung, in Handelshochschule I S. 1270 ff.

Kredit anhaftende Vertrags-Erfüllungs-Risiko in größerem Maße auszuschalten, als dies die nachgeordneten Hypotheken können. Die Folge dieser Tatsache ist eine stetige Verschiedenheit der Zinssätze, je nach dem Rang der Hypothekeneintragung.

In normalen Vorkriegszeiten war die erststellige Hypothek praktisch frei von allen Risiken, wenn sie unter den üblichen Voraussetzungen einer vorsichtigen Taxation des Grundstückwertes und Beleihung dieses Taxwertes bis zu höchstens 60% erfolgte. Die Kreditsumme selbst war dann durch den Wert des Grundstückes und die Zinsen durch die Pacht- bzw. Mieteinnahmen aus demselben gesichert. Bei landwirtschaftlichen Grundstücken in Eigennutzung sollten die Zinsen durch den Verkaufserlös der Ernten gesichert sein. Industriegrundstücke, bei denen feste Einnahmen nicht regelmäßig anfielen, waren meist von der Beleihung ausgeschlossen, wenigstens, soweit Hypothekenbanken als Kreditgeber in Frage kamen. Auf Grund dieser Risikofreiheit gehörten die Hypothekenzinsen stets zu den niedrigsten Zinsen des gesamten Kreditmarktes. Die Sätze waren vor dem Kriege ca. 4—4½% p. Jahr[72])[73]).

Mit der Inflation und den großen Wertschwankungen der Nachinflationszeit kamen neue große Risikokomplexe in den Hypothekarkredit. Wegen ihrer Langfristigkeit waren die Hypothekarkredite ganz besonders dem Kaufkraftrisiko unterworfen[74]). Seit dieser Zeit neigte der Hypothekengläubiger leicht zur Überschätzung des eingegangenen Risikos. Die Folge waren Zinssätze von 13—15% im Jahre 1925[75]), die in den folgenden Jahren jedoch langsam wieder abbröckelten. Bis Ende 1931 waren die Sätze auf etwa 8—9% gesunken. In diesem Zeitpunkt suchte das Reich eine weitere Senkung zwangsweise herbeizuführen. Für die bereits bestehenden Kreditverhältnisse ist dies durch die Zwangskonversion ab 1. Januar 1932 auch gelungen, nicht aber für den Abschluß neuer Hypothekarkredite. Ja, das langsame Absinken der Zinssätze wurde für eine Zeit sogar abgestoppt und machte Erhöhungstendenzen Platz. Wie wir bereits weiter oben[76]) feststellten, war mit der behördlich erzwungenen Zinsermäßigung eine neue Spielart des Vertrags-Erfüllungs-Risikos in das Kreditleben hineingebracht wor-

---

[72]) Solche Durchschnittssätze sind stets nur Schätzungen. Nach Terhalle, Artikel „Hypothekarkredit" im HWStW. Bd. V S. 323, ca. 4 bis 4½%.

[73]) Nach Auler, Artikel „Hypothekenbankkredit" im HWBetrW. Bd. III Sp. 233, ca. 4½%.

[74]) Vgl. S. 115 ff. dieser Arbeit.

[75]) Vgl. Auler a. a. O.

[76]) Vgl. S. 28 f. dieser Arbeit.

den. Die hierdurch erhöhte Risikoprämie verhinderte für eine Zeit das Absinken der Zinssätze, wie es eigentlich aus der wachsenden Liquidität der Volkswirtschaft hätte entstehen müssen.

Ganz anders als bei den erststelligen liegen die Verhältnisse bei den nachgeordneten Hypotheken. Hier ist die reale Sicherung des Kredites sehr viel geringer; die Persönlichkeit des Kreditnehmers hat erhöhte Bedeutung. Während die erste Hypothek reinen Realkredit darstellt, sind die späteren, sobald sie über die Beleihungsgrenze für erststellige[77]) hinausgehen, zu einem Teil oder gar vollständig Personalkredit. Die Größe des in der Persönlichkeit des Schuldners begründeten Vertrags-Erfüllungs-Risikos ist somit ausschlaggebend für das Gesamtrisiko dieses Kredites. Ist im Einzelfall ein solches Risiko nicht gegeben, dann ist die Nachhypothek nicht risikoreicher als die erste[78]). Normalerweise wird jedoch das eingegangene Risiko bei der nachstelligen Hypothek größer sein als bei der ersten. Die dingliche Sicherung des Kredites ist bedeutend geringer. Der Gläubiger der späteren Hypothek erhält im Ernstfall der Zwangsvollstreckung erst und nur dann den gewährten Kredit zurück, wenn der oder die im Rang vorhergehenden Hypothekengläubiger vollkommen befriedigt worden sind.

Mit der Eintragung der Hypothek auf das Grundstück des Schuldners soll das mit dem Kreditnehmer verknüpfte Vertrags-Erfüllungs-Risiko möglichst weitgehend ausgeschaltet werden. Bei der erststelligen Hypothek ist es in normalen Zeiten möglich, dieses Risiko vollkommen auszuschalten, weil stets nur ein Teil des Grundstückswertes beliehen wird. Bei den Nachhypotheken besteht die Möglichkeit aber nur insoweit, als es das hier erhöhte Preisrisiko zuläßt. Regelmäßig ist damit zu rechnen, daß bei Zwangsverkäufen von Grundstücken nicht der volle Wert, sondern stets nur ein, von den Umständen des Einzelfalles abhängiger Bruchteil erzielt werden kann. Die notwendige Folge dieser Tatsache ist das Einkalkulieren einer Risikoprämie in den Zins. Demgemäß ist der Zinssatz für zweite und spätere Hypotheken höher als der Satz für erststellige Hypotheken. Resultiert diese Risikoprämie

---

[77]) Diese Grenze liegt etwa bei 50—60% des derzeitigen tatsächlichen Grundstückswertes.

[78]) Mag dieser Fall auch nicht allzu häufig praktisch werden, so müssen wir hier doch darauf hinweisen. Die Praxis nimmt hierauf bei ihrer schematischen Zinspolitik keine Rücksicht. Zweite und spätere Hypotheken sind üblicherweise teurer als erste und es wird keinem Kreditgeber einfallen (von seltenen Ausnahmen persönlicher Freundschaft abgesehen), eine nachgeordnete Hypothek zum selben Zinssatz wie die erste zu gewähren, unwichtig, ob das eingegangene Risiko tatsächlich größer ist oder nicht.

auch aus dem übernommenen Preisrisiko, so führt sie ihre Berechtigung trotzdem nur aus dem, diesem Kredit ursprünglich anhaftenden Vertrags-Erfüllungs-Risiko her. Denn allein aus dem Grunde, um das Vertrags-Erfüllungs-Risiko auszuschalten, ist dieses Preisrisiko übernommen worden. War aber in der Persönlichkeit und den wirtschaftlichen Verhältnissen des Kreditnehmers kein Vertrags-Erfüllungs-Risiko begründet, dann übernimmt der Gläubiger auch mit der nachstelligen Hypothek kein neues Risiko. Für einen solchen Kreditnehmer darf auch für eine nachstellige Hypothek kein höherer Zinssatz berechnet werden als für eine erststellige.

Die Hypothekenbanken, Versicherungsgesellschaften und Sparkassen fallen für die Gewährung nachstelliger Hypotheken des — normalerweise — erhöhten Risikos wegen ganz aus. Nur private Kapitalisten finden sich zu solchen Krediten bereit und verlangen dafür einen, der Ersthypothek gegenüber höheren Zinssatz. Des höheren Ertrages wegen war die zweite Hypothek vor dem Kriege bei kleinen Kapitalisten sehr beliebt. An kleinen Plätzen, wo der Gläubiger die Vermögensverhältnisse des Schuldners meist genau kannte, betrug die Risikoprämie damals durchschnittlich $^1/_2$—$^3/_4$% [79]). In großen Städten, insbesondere in Berlin, war die Vermögenslage der Kreditsuchenden allerdings undurchsichtiger. Die Folge war eine größere Risikoprämie, die in den Jahren 1913/14 in Berlin etwa 1—2% [79]) betrug, was etwa $^1/_4$—$^1/_2$ des eigentlichen Hypothekenzinssatzes der damaligen Zeit bedeutete. In der Nachinflationszeit verlor die Risikoprämie an Gewicht, wenn sie auch absolut auf ca. 3—5% stieg. In den letzten Jahren betrug sie etwa 2—3%, doch sind auch Fälle von 4 und mehr Prozent vorgekommen [79]).

2. Dem bisher besprochenen, etwa als regulär zu bezeichnenden Hypothekarkredit steht in der Praxis ein anderer gegenüber, der nur aus dem Verlangen der Gläubiger nach Sicherheit entspringt oder gar Risikoausschaltung darstellen soll.

Wenn ein Kredit für irgendwelche Zwecke gegeben wird, und der Gläubiger glaubt, mit demselben ein Vertrags-Erfüllungs-Risiko einzugehen, so wird er versuchen, eine Kreditsicherung zu erlangen. Ist beim Schuldner Grundbesitz vorhanden, dann wird oft die Eintragung einer Hypothek als scheinbar sicherste Risikoausschaltung verlangt. Ist im Einzelfall das besorgte Risiko wirklich vorhanden, eine zusätzliche Sicherheit also vonnöten, dann wird in den allermeisten Fällen die erste Stelle bereits besetzt sein. Für den neuen Gläubiger bleibt nur

---

[79]) Nach Terhalle, Artikel „Hypothekarkredit" im HWStW. Bd. V S. 323.

eine nachgeordnete Hypothek übrig. An die Stelle des Vertrags-Erfüllungs-Risikos tritt dann das schon erwähnte Preisrisiko. Ob und wieweit so eine tatsächliche Risikominderung erreicht wird, läßt sich im Zeitpunkt der Kreditgewährung häufig gar nicht feststellen. Der Gläubiger aber fühlt sich durch die Hypothek gesichert, unterläßt vielfach die notwendige dauernde Beobachtung der Vermögensverhältnisse des Schuldners und versäumt so etwaige wirkliche Sicherungsmaßnahmen. Tritt der Zusammenbruch dann ein, so wundert er sich, daß sein „gesicherter" Kredit ausfällt.

Die Eintragung einer Hypothek hat noch weniger Sinn, wenn ein bereits bestehender Kredit dubios wird. Jetzt sieht sich der Gläubiger krampfhaft nach einer Sicherung der vielleicht schon verlorenen Kreditsumme um. Trotzdem in diesen Fällen der Grundbesitz des Schuldners bereits überlastet zu sein pflegt, wird noch eine weitere Hypothek eingetragen. Diese neu hinzutretende Hypothek hat praktisch überhaupt keine Bedeutung im Sinne einer Verminderung oder gar Ausschaltung des Risikos.

An sich ist der Gedanke der Sicherung des langfristigen Kredites durch Eintragung einer Hypothek gesund und richtig. Bei dem oben angeführten regulären Hypothekarkredit wirkt sie bei sorgfältiger Beleihung tatsächlich risikovermindernd und im Fall der ersten Hypothek sogar risikoausschaltend. Unsinnig aber ist der Versuch, anderen als langfristigen Krediten durch Eintragung einer Hypothek zusätzliche Sicherung zu geben. Dieses Bestreben hat zwei Folgen, die das samte Kreditleben schädigen können. Einmal friert auch der kurzfristigst gedachte Kredit mit dem Moment der Hypothekeneintragung ein und kann in vielen Fällen erst durch Zwangsvollstreckung wieder aufgetaut werden. Der andere, wohl noch größere Nachteil ist der, daß auf Grund des Sicherheitswahnes in weitem Umfange Kreditfehlleitung getrieben wird. Nicht berechtigte, aber scheinbar sichere Kredite werden so gewährt, während andere, wirtschaftlich wertvolle Kreditnachfrage nicht befriedigt wird, weil sie nicht dieselben angeblichen Sicherheiten leisten kann.

Es ist daher die Forderung zu erheben, daß nur der von uns als „regulär" bezeichnete Hypothekarkredit in dieser Form gewährt wird und der gesamte andere Kreditbedarf auf andere Kreditmärkte verwiesen wird.

ee) Börsengeldmarkt.

Weitgehend gelungen ist die Ausschaltung bzw. Minderung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos bei den Kreditgeschäften des Börsengeldmarktes. Dieser umfaßt die kurzfristigen Kreditoperationen der Börsenmitglieder untereinander.

Der kurzfristige Börsenkredit ist das sog. Tagesgeld. Hierunter versteht man Darlehen, die für einen Tag gegeben werden und nach 24 Stunden ohne Kündigung rückzahlbar sind. Hier liegt für die Bank die Möglichkeit, den Kassenüberschuß des Tages, welcher sonst ohne Nutzen im Tresor liegen würde, so zu verwerten, daß er tatsächlich „über Nacht" Zinsen bringt und trotzdem am nächsten Tage wieder zur Verfügung steht. Meist ist der Grund für die Aufnahme von Tagesgeld die Bestimmung der Clearinginstitute, daß alle Börsengeschäfte jeden Tag glattgestellt werden müssen. Würde nun eine Bank auf Grund der an diesem Tage abgeschlossenen Börsengeschäfte bei der Clearingstelle ins Passiv geraten, dann ist sie gezwungen, den Saldo noch vor Kassenschluß aus eigenen Geldbeständen einzuzahlen. Statt dessen kann sie sich den fehlenden Betrag bei einem Geldgeber leihen mit der Verpflichtung, die Summe zuzüglich der ausgemachten Zinsen am folgenden Tage zurückzuzahlen.

Eng verwandt mit diesem Kredit auf einen Tag ist das sog. „Tägliche Geld". Hier ist die Fälligkeit des Betrages jedoch nicht bereits für den folgenden Tag festgelegt. Der Kredit wird nur auf unbestimmte Zeit gegeben mit dem Rechte beider Partner, denselben jederzeit mit einer Frist von einem Tage kündigen zu können. Weitere Unterschiede bestehen zwischen beiden Börsengeldmärkten nicht; auch die Abwicklung erfolgt auf demselben Wege im Clearing. Allerdings wird tägliches Geld in Deutschland nur selten börsenmäßig gehandelt.

Neben diesen ganz kurzfristigen Kreditgeschäften werden am Börsengeldmarkt auch Kredite mit längerer Laufzeit gehandelt. Hauptsächlich ist es das sogenannte „Monatsgeld". Auf dem Markt für Monatsgeld wird beim Abschluß des Kreditgeschäftes bereits festgelegt, daß die Rückzahlung der Kreditsumme nach Ablauf eines Monats ohne Kündigung fällig ist. Selbstverständlich ist wie bei allen anderen befristeten Kreditgeschäften auch hier eine Prolongation möglich. In diesem Falle werden am ursprünglichen Fälligkeitstermin nur die ausgemachten Zinsen eingezogen, während der Kredit selbst um einen Monat verlängert wird. Eine Abart des Monatsgeldes ist das „Ultimogeld". Hierunter wird entweder ein Kredit verstanden, dessen Fälligkeit auf ultimo festgesetzt ist oder aber ein Kredit, der über Ultimo gewährt wird.

Hinzu kommen noch der Privatdiskontmarkt, der aus systematischen Gründen beim Wechselkredit, und das Reportgeld, welches entsprechend bei den Beleihungskrediten eingeordnet und dort untersucht worden ist.

a) Erste Adressen.

Alle Kreditgeschäfte des Börsengeldmarktes werden nur zwischen Firmen getätigt, die an der Börse zugelassen sind. Somit stellen alle Kreditpartner an diesem Markt bereits eine gewisse Auswahl aus der Masse dar. Trotzdem nimmt die Praxis eine weitere Sortierung vor und hebt aus der Gesamtzahl der Börsenkundschaft einige Großbanken und erstklassige Bankhäuser hervor, die als „erste Adressen" gelten. Nur an die Angehörigen dieses engen Kreises werden die Börsenkredite ohne Deckung gewährt, sind also reine Personalkredite. Die Kredite an erste Adressen sind in normalen Zeiten tatsächlich frei von jedem Vertrags-Erfüllungs-Risiko. Der Kreis der ersten Adressen ist relativ klein; zu ihm gehören nur große und als solid in ihrer Fundierung und in ihrer Geschäftsgebarung bekannte Bankfirmen. Am Tagesgeldmarkt werden dazu nur Spitzenbeträge aus den täglichen Börsengeschäften in Kredit gegeben und genommen, die in ihrer Höhe zum Gesamtumfang der Banken in gar keinem Verhältnis stehen. So sind normalerweise die Börsengeldsätze für erste Adressen völlig frei von einer Prämie für Vertrags-Erfüllungs-Risiko. Bei der Bankenkrise des Jahres 1931 zeigte sich allerdings, daß auch erste Adressen in wirklichen Notzeiten mit Vertrags-Erfüllungs-Risiko behaftet sein können. Aber dieses Risiko kam durch die staatlich verfügten Börsen- und Bankfeiertage in das Kreditleben, während die ersten Adressen von sich aus auch in jenen Tagen in der Lage waren, ihren relativ geringen Verpflichtungen am Börsengeldmarkt nachzukommen.

Wenn das Vertrags-Erfüllungs-Risiko jener Tage auch nicht in der Persönlichkeit des Kreditnehmers begründet war, so war es doch vorhanden und mußte vom Kreditnehmer übernommen werden. Die Folge war zunächst ein vollständiges Versagen des Börsengeldmarktes, ein Schicksal, welches er mit allen anderen Kreditmärkten teilte. Im Juli 1931 war die Krise ausgebrochen und erst im September „stellten sich auch wieder Ansätze zu einem Geldmarkt ein"[80]). Selbst ein Vierteljahr später heißt es noch: „Ein funktionsfähiger Geldmarkt hat sich noch immer nicht wieder herausgebildet. Der Spitzenausgleich in Tagesgeld ist ebenso wie der Umsatz in Wechseln äußerst gering und beschränkt sich überdies auf einen sehr kleinen Kreis von Teilnehmern,

[80]) Wirtschaftskurve Jahrg. 1931 Heft III S. 239.

worin die Nachwirkungen der Vertrauenskrise ebenfalls scharf zum Ausdruck kommen. Im Monatsgeld finden unter den Banken kaum Umsätze statt, wozu das Einfrieren der Börsendarlehen infolge der Schließung der Börse und des nur schrittweise vorgenommenen Abbaues der schwebenden Börsenengagements noch besonders beiträgt."[81]). Wenn aber Börsenkredite zustande kamen, dann mußten die Kreditnehmer — auch erste Adressen — einen hohen Zinssatz bezahlen, der eine große Risikoprämie in sich schloß[82]).

β) Zweite Adressen.

In Zeiten ruhiger Entwicklung wird oft auch eine „zweite Adresse" am Börsengeldmarkt kein allzu großes Vertrags-Erfüllungs-Risiko in sich bergen. Trotzdem wirkt sich das mögliche Risiko dieser Kredite in zwei Richtungen aus. Einmal werden an zweite Adressen keine Kredite gewährt, ohne daß hierfür eine Deckung eingereicht wird, die meist in börsengängigen Effekten besteht. Außerdem verlangt der Kreditgeber einen höheren als den zur selben Zeit von einer ersten Adresse für einen gleichartigen Kredit zu zahlenden Zinssatz. Die Differenz ist die Risikoprämie, welche sich der Kreditgeber für das mit diesem Kredit verbundene Vertrags-Erfüllungs-Risiko berechnet.

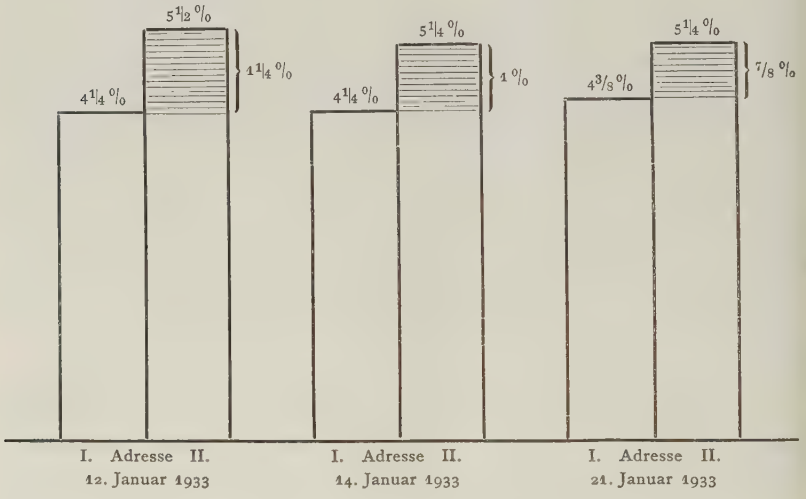
In Krisenzeiten kann dieses Risiko ein sehr großes Maß erreichen. Sehr instruktiv zeigt uns dies die Bankenkrise im Juli 1931. Wie wir oben, bei der Untersuchung der ersten Adressen bereits feststellten, kam in jenen Tagen durch die behördlichen Maßnahmen von außen ein Vertrags-Erfüllungs-Risiko in die Börsenkredite hinein. Gleichzeitig vergrößerte sich jedoch mit den gehäuften Zusammenbrüchen kleiner und mittlerer Firmen auch das individuell begründete Risiko. Die Folge war zunächst ein vollständiges Brachliegen des Börsengeldmarktes. Später kam die Kredittätigkeit langsam wieder in Fluß, aber nur für erste Adressen. Zweite Adressen fanden lange überhaupt keine Kreditgeber. Seither ist der Geldmarkt für zweite Adressen trotz allmählichen Absinkens der Zinssätze weiter eng geblieben. Immerhin finden wir zur Zeit[83]) in den laufenden Geldmarktberichten hin und wieder einmal einen Satz für Kredite an zweite Adressen angegeben. Im Januar 1933 schwankten die Tagesgeldsätze für erste Adressen zwischen $4^1/_8$ und $4^7/_8$%; für zweite Adressen werden am 12. Januar $5^1/_2$%, am

---

[81]) Ebenda Heft IV S. 358/59.
[82]) Vgl. Schaubild 3 (nach S. 16 dieser Arbeit).
[83]) Mai 1933.

14. und 21. Januar $5^1/_4$% genannt[84]). Der Unterschied zwischen diesen und den gleichzeitigen Sätzen für erste Adressen sind die dem jeweiligen Kredit zweiten Ranges berechneten Risikoprämien für das Vertrags-Erfüllungs-Risiko. Das Schaubild 7 stellt die drei veröffentlichten Fälle des Januar 1933 dar. In jedem Einzelfall ist die Risikoprämie verschieden, je nach der Intensität des Risikos beim speziellen Kredit.

Schaubild 7[84]).



ff) Langfristige Anleihen.

Bei den bisher besprochenen Versuchen der Praxis hatten stets die Gläubiger die Initiative zur Sicherung der von ihnen gewährten Kredite ergriffen. Dagegen finden wir bei der Untersuchung des Anleihekredites die gegenteilige Tendenz. Hier suchen die Schuldner durch das Anbieten zusätzlicher Sicherungen den Anleihemarkt für ihre Kreditansprüche zu gewinnen. Der Grund für diese Tatsache ist, daß der persönliche Kontakt zwischen Kreditgeber und Kreditnehmer hier sehr viel geringer ist, weil der einzelne Anleiheschuldner einer großen

[84]) Nach den täglichen Börsengeldberichten der Frankfurter Zeitung im Januar 1933.

Masse von Gläubigern gegenübersteht. Da diese zu einem Teil geschäftsunkundig oder doch in wirtschaftlichen Dingen ungewandt sind, muß ihnen der Anleihekredit möglichst schmackhaft gemacht werden.

α) Sicherung der Anleihen durch vorhandene Vermögensteile.

Nur Behörden und wirklich bekannte Unternehmen könnten es wagen, Anleihen ohne jede dingliche Sicherung aufzulegen. Aber selbst diese Kreditnehmer bieten dem Markt meist einen größeren Anreiz zum Erwerb ihrer Anleihen, indem sie ihre Emissionen mit besonderen, weithin erkennbaren Sicherungen ausstatten. Bei Kommunalverbänden oder ihren Banken (etwa den Landesbanken der preußischen Provinzen) wird nachdrücklich erklärt, daß das ganze Vermögen dieser öffentlichen Körperschaften und ihre gesamten Einnahmen für die Sicherung der Anleihen und für den Zinsendienst derselben haften. Industrieunternehmen bieten oft neben dem guten Ruf und der Kreditwürdigkeit der Firma zusätzliche Sicherung durch Hypothekeneintragung auf ihren Grundbesitz an. Ferner kann spezielle Haftung besonders angeführter Vermögenswerte oder ausdrückliche Bürgschaftsübernahme durch andere, wohlbekannte Unternehmen angeboten werden[85]).

Wichtiger als für erstklassige Anleiheschuldner ist eine Kreditsicherung für Unternehmen, die zwar kreditwürdig sind, aber infolge schlechter Rendite auf keinen aufnahmewilligen Kapitalmarkt treffen. Schlecht fundierten Firmen wird selbst bei starker dinglicher Sicherung ein Anleihekredit nicht möglich sein. Hier tritt wieder die ganze Fragwürdigkeit sachlicher Kreditdeckung zutage. Ihre ganze Wirksamkeit hängt von der tatsächlichen Verwertungsmöglichkeit der Sicherungsgrundlage in dem Zeitpunkt ab, in welchem der Kredit selbst notleidend wird.

Wenn der Kapitalist zwischen mehreren Anleiheemissionen mit denselben Bedingungen und gleichhoher Verzinsung zu wählen hat, wird er immer diejenige vorziehen, welche ihm sicherer als die anderen erscheint. Erst wenn die in den Augen des Kreditgebers[86]) weniger

---

[85]) Vgl. Kalveram, Finanzierung, in Handelshochschule Bd. 1 S. 1301.

[86]) Wir haben bewußt diesen Ausdruck gewählt, um auch hier wieder auf den Unterschied des objektiv eingegangenen und die vom Gläubiger subjektiv geschätzten Risikos hinzuweisen. Häufig sind es vollkommen außerwirtschaftliche Gesichtspunkte — etwa nur ein suggestiv ausgearbeitete Prospekt —, die den Rentnern (nach Schmalenbach „in ihrer Gesamtheit eine schläftige geschäftsunkundige Masse" [Finanzierungen S. 332]) als Kreditgeber am Anleihemarkt, die eine Emission sicherer als die übrigen erscheinen lassen, obwohl dies in Wirklichkeit nicht der Fall ist.

sichere Anleihe ihm einen höheren Effektivzins[87]) bietet, wird er überlegen, ob die Zinsspanne als Risikoprämie für das vermehrte Vertrags-Erfüllungs-Risiko genügt[88]). Nur wenn dies der Fall ist, wird der Kapitalist die betreffende Anleihe zeichnen und damit den Kredit gewähren. Wirtschaftlich richtiger wird es sein, in Fällen stark risikointensiver Kredite lieber auf die hier notwendige hohe Risikoprämie zu verzichten und den Kredit der Wirtschaft dort zur Verfügung zu stellen, wo er risikogeringer, dafür aber wirtschaftlicher verwendet werden kann.

Je größer die Sicherheit der Anleihe ist, bzw. je höher die Qualität des Anleiheschuldners beurteilt wird, um so geringer kann die Risikoprämie und damit der Zinsfuß der Anleihe sein. Naturgemäß wird daher ein weitbekanntes Unternehmen seine Anleihen zu einem niedrigeren Zinssatz auflegen können als ein in den Augen des Anleihezeichners mit Risiko belastetes Unternehmen. Die niedrigsten Zinssätze werden demgemäß Reichs- und Staatsanleihen aufweisen.

β) Risikominderung durch Börsenzulassung.

Das bisher Gesagte hat besondere Bedeutung für die eigentliche Emission der Anleihen. Wenn die Anleihestücke bereits in den Verkehr gekommen sind, dann dient neben der dinglichen Sicherung als Risikominderung auch die Erhöhung der Fungibilität der Stücke durch Einführung an der Börse.

Normalerweise ist die Anleihe als langfristiger Kredit von seiten des Gläubigers überhaupt nicht und vom Schuldner erst nach einer im Einzelfall festgesetzten Anzahl von Jahren kündbar. Zweck dieser Abmachung ist die Sicherung des Schuldners vor Rückzahlungsforderungen der Gläubiger in Zeiten, in denen er keinesfalls auf die Kreditmittel verzichten kann und Ersatz nur schwer oder nur mit hohen Kosten möglich ist. Auch der Rentner als Kreditgeber hat vielfach ein Interesse an einer langen Laufzeit der Anleihe. Sein Kapital bringt ihm

---

[87]) Da bei den Anleihen eine Unterpari-Emission möglich ist und auf der anderen Seite die Rückzahlung zu pari oder mit Agio erfolgen kann, ergibt sich fast immer ein vom Nominalzins abweichender Effektivzins. Ebenso, wenn die Anleihestücke zu einem anderen als Parikurs erworben werden.

[88]) Wie selbst die Verwendung der Kreditmittel den Effektivzins beeinflussen, ersehen wir aus der verschiedenen Kursentwicklung gleichausgestatteter Anleihen desselben Kreditnehmers. Die 6% Goldpfandbriefe wurden 1933 stets etwa 4% höher gehandelt als die ebenfalls 6%igen Kommunalobligationen derselben Hypothekenbanken. Dies ergibt einen um etwa $^1/_4$% höheren Effektivzins der Kommunalobligationen. Die Anlage in Hypotheken erscheint dem Gläubiger sicherer als Ausleihungen an Kommunen.

in dieser Zeit Zinsen in der ausgemachten Höhe. Außerdem ist der Gläubiger für die Dauer des Kredites der Sorge enthoben, sich nach einer anderen, ebenso sicheren und möglichst ebenso ertragreichen Kapitalanlage bemühen zu müssen. Was aber, wenn der Gläubiger einmal in eine Lage gerät, die ihn zwingt, seinen Anleihebesitz schnell zu mobilisieren? Die Rückzahlung vom Anleiheschuldner zu verlangen ist unmöglich. Der Gläubiger muß also jemanden finden, der bereit ist, statt seiner in die Gläubigerstellung einzutreten. Am ehesten wird dies möglich sein, wenn die Anleihe zum Börsenverkehr zugelassen ist, weil dann Angebot und Nachfrage an dieser Zentralstelle zusammentreffen. Schon um für die Anleihezeichnung einen größeren Anreiz zu schaffen, wird sich die ausgebende Stelle bemühen, die Zulassung der Anleihe zum Börsenhandel zu erwirken. Darüber hinaus beschränkt die Börsenzulassung tatsächlich das Vertrags-Erfüllungs-Risiko in zwei Richtungen [89]).

1. Einmal unterliegen diese Anleihen dem Prospektzwang [90]), d. h. die Zulassung wird von der Einreichung eines Prospektes und der günstigen Beurteilung desselben durch die Zulassungsstelle abhängig gemacht. Der Prospekt muß bestimmte Angaben enthalten über die ausgebende Gesellschaft, den Verwendungszweck und die Sicherstellung der Anleihe und ihrer Zinsen, besondere Rechte dieser oder früherer Emissionen, die den Wert positiv oder negativ beeinflussen können usw. Durch den Prospektzwang wird das Fernhalten schlecht fundierter Anleihen vom Börsenhandel erreicht. Für die Richtigkeit der Prospektangaben haften die Unterzeichner, d. s. der Anleiheschuldner und die Emissionsbank bzw. das Bankenkonsortium. Durch diese Vorsichtsmaßregel wird die genehmigte Börsenzulassung zu einem gewissen Qualitätsattest. Da nichtbörsengängige Anleihen heute kaum mehr unterzubringen sind, die zugelassenen aber festumrissenen Mindestanforderungen entsprechen müssen, hat sich die Börsenzulassung auf das Vertrags-Erfüllungs-Risiko des gesamten Anleihekredites vermindernd ausgewirkt.

2. Weiter beschränkt die bloße Tatsache, daß der Anleihegläubiger täglich die Möglichkeit des Stückeverkaufs an der Börse hat, das von ihm eingegangene Vertrags-Erfüllungs-Risiko. Tritt nämlich das Risiko in ein akutes Stadium, dann kann der Obligationenbesitzer jederzeit „aussteigen". Tut er dies früh genug, dann wird er vielleicht sogar ohne Kurseinbuße davonkommen. Beginnen aber die Kurse bereits ab-

---

[89]) Neben dem Vertrags-Erfüllungs-Risiko werden durch die tägliche Verwendungsmöglichkeit der Obligationen an der Börse auch die Zins- und Kaufkraft-Risiken stark abgeschwächt (s. weiter unten).

[90]) Vgl. hierzu: Schmalenbach, Finanzierungen S. 291 ff.

zubröckeln, dann wird er überlegen, ob er den Besitz an Obligationen durchhalten, das Vertrags-Erfüllungs-Risiko also noch weiter tragen soll. Statt dessen kann er den bisherigen Kursverlust durch Verkauf realisieren, sich dadurch aber der weiteren Verlustgefahr entziehen[91]). Durch die Zulassung zum Börsenhandel ist der Anleihegläubiger nicht mehr gezwungen stillzuhalten bis zu einem vielleicht schlimmen Ende. Event. übernimmt er zwar einen Verlust — die bisherige Auswirkung des eingegangenen Vertrags-Erfüllungs-Risikos — schließt damit aber weitere Verluste aus. Er hat im ganzen gesehen also das Vertrags-Erfüllungs-Risiko beeschränkt.

γ) Mündelsicherheit.

Die größte Beschränkung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos bei Anleihen verbindet sich mit dem Begriff der Mündelsicherheit. In den Kreis der mündelsicheren Papiere werden durch Gesetz[92]) oder Verordnung der Reichs- und Landesbehörden nur solche Obligationen einbezogen, deren Schuldner selbst frei von jedem Vertrags-Erfüllungs-Risiko befunden werden. Insbesondere sind es die Anleihen des Reiches und der deutschen Länder. Durch das Herausheben aus der Masse der übrigen Anleihen wird den mündelsicheren ein größerer Markt eröffnet. Mündelgelder dürfen z. B. nur in diesen Papieren, nicht also in Aktien und normalen Obligationen angelegt werden. Vor dem Kriege wirkte sich der größere Markt und die unbedingte Risikofreiheit der mündelsicheren Anleihen so aus, daß sie bei der Emission mit dem jeweils geringsten Zinssatz aufgelegt und trotzdem vom Kreditmarkt aufgenommen wurden. Ebenso erzielten sie an der Börse stets die höchsten Kurse aller gleich ausgestatteten Papiere. Der Käufer gab sich demnach als Anleihegläubiger mündelsicherer Stellen mit dem niedrigen Effektivzins zufrieden, weil er sich keine Prämie für Vertrags-Erfüllungs-Risiko berechnete.

Wenn die Reichs- und Länderanleihen bei der Aufwertung nach der Inflation schlecht abschnitten, so war das nicht die Folge eines etwa doch eingegangenen Vertrags-Erfüllungs-Risikos, denn eine Aufwertung konnte vertragsmäßig überhaupt nicht verlangt werden. Die Aufwertungsnotwendigkeit ergab sich aus dem, naturgemäß diesen wie allen

---

[91]) Aber nicht immer ist der Kursrückgang Auswirkung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos einer Anleihe. Betrifft die Kurssenkung z. B. alle gehandelten Obligationen, so kann dies auch aus Gründen erfolgen, die mit Risiko überhaupt nichts zu tun haben. Z. B. Versteifung der Kreditlage und damit (Effektiv-) Zinssteigerung.

[92]) Vgl. BGB. §§ 1807—1811.

nominell gebundenen Vermögenswerten anhaftendem Kaufkraftrisiko[93]). Allerdings sind die mündelsicheren Anleihen bei der Aufwertungsgesetzgebung besonders schlecht weggekommen — eine Folge der Tatsache, daß hier oft Schuldner und Gesetzgeber eine Person war. Trotzdem ist die seitherige kurs- und zinsmäßige Unwirksamkeit der Mündelsicherheit nicht berechtigt. Die Mündelsicherheit kann und will gar nicht das Kaufkraftrisiko ausschalten. Ihr Sinn und Zweck ist auch heute noch erhalten. Sie will nämlich die Anlagewerte herausgreifen und bezeichnen, die tatsächlich frei von jedem Vertrags-Erfüllungs-Risiko sind[94]). Das Publikum verquickt hier diese beiden Risiken. Außerdem befürchtet der Anleihegläubiger aus der Aufwertungserfahrung heraus, daß das Reich bei einem etwaigen Zwangseingriff in bestehende Verträge wieder wie damals seine eigenen Gläubiger schlechter stellen könnte als die übrigen Anleiheeigner. Vielleicht ließe sich die in der Vorkriegszeit innegehabte Spitzenstellung der mündelsicheren Anleihe wieder erreichen, wenn das Reich die unabdingbare Verpflichtung einginge, in gar keinem Fall seine eigenen und die anderen öffentlichen Anleihen ungünstiger als die Privatobligationen zu behandeln. Damit würde nämlich der Wert der Mündelsicherheitsklausel in vollem Umfange wiederhergestellt und könnte sich wieder wie in der Vorkriegszeit auf Kurs und Zinssätze auswirken[95]). Der Enderfolg wäre der, daß sich die gesamte Kreditlage des Reiches und der Länder bessern würde. Noch richtiger wäre freilich die bestimmte Zusage, sich in Zukunft überhaupt jeden zwangsweisen Eingriffes in bestehende Kreditverträge zu enthalten[96]).

3. Projekte der weiteren Bekämpfung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos.

Bei verschiedenen Versuchen der Praxis, das dem Kredit anhaftende Vertrags-Erfüllungs-Risiko durch reale Deckung zu dämpfen oder gar auszuschalten, mußten wir bereits darauf hinweisen, daß solche Kreditsicherungen vielfach nur einen sehr problematischen Wert haben.

---

[93]) Vgl. diese weiter unten S. 115 ff.

[94]) Leider ist die derzeitige Regelung der Mündelsicherheit in Deutschland uneinheitlich und für tatsächlich risikofreie Anleihen nichtöffentlicher Stellen sehr ungünstig. Vgl. hierzu Kalveram, „Zur Frage der Mündelsicherheit der Pfandbriefe", in Bankwissenschaft 7. Jahrg. 1930/31 S. 145 ff. und 193 ff.

[95]) Erst seit dem zweiten Halbjahr 1933 haben die Staatsanleihen wieder höhere Kurse als die anderen festverzinslichen Werte erreicht.

[96]) Siehe S. 35.

Insbesondere ist dies der Fall, wenn ein Kreditnehmer die gleichen Vermögenswerte als Unterlage für mehrere Realkredite bei verschiedenen Gläubigern benutzt. Die großen Zusammenbrüche, sowohl in der Vorkriegs- als auch in der neuesten Zeit, zeigten die ungeheure Verbreitung dieses sogen. „Mehrspännigfahrens" im Kreditleben. In allen Fällen war eine mehr oder minder große Anzahl von Banken mit hohen Summen am Verlust beteiligt. Vielfach hätte ein rechtzeitiges Abbremsen der weiteren Kreditbewilligungen den übermäßigen Expansionsdrang der Schuldner eingedämmt und Verluste verhindert. Wie aber ging die Entwicklung in der Praxis vor sich?

Wenn der bisherige Kreditgeber weitere Kredite auf Grund der vorhandenen Realgüter ablehnte, wandte sich der Schuldner an eine andere Bank. Der neuen Bankverbindung wurden die schon als Kreditunterlage bei anderen Banken dienenden Vermögensteile als frei und unbelastet angegeben[97]). Von dem Sicherheitswahn befallen, glaubte der neue Kreditgeber hierauf einen gedeckten und absolut sicheren Kredit gewähren zu können. Subjektiv gesehen erschien dieser Kredit durchaus gerechtfertigt und war wirtschaftlich gesehen doch nichts weiter als eine glatte Kapitalfehlleitung.

aa) Kollektive Kreditkontrolle.

Ein Versuch, die gleichzeitige Verwendung derselben Kreditunterlagen bei mehreren Banken unmöglich zu machen, wäre die Einführung einer kollektiven Kreditkontrolle. Seit den großen Zusammenbrüchen der Vorkriegszeit bis zur Bankenquête des Jahres 1933 ist sie immer wieder erörtert, in Deutschland bisher aber noch nie durchgeführt worden.

Von den verschiedenen Vorschlägen will der wichtigste die Schaffung einer nur diesem Sonderzweck dienenden Zentrale — etwa in der Art, wie sie schon seit vor dem Kriege in der österreichischen „Evidenzzentrale für den Eskompte offener Buchforderungen" besteht. Eine solche Zentralstelle könnte jedoch nur das mehrmalige Verwerten von Buchforderungen bekämpfen, nicht aber dasselbe bei Übereignung von Waren verhindern. Voraussetzung einer wirklichen Kreditkontrolle ist

---

[97]) Bei einer förmlichen Sicherung durch Hypothekeneintragung auf Grundbesitz oder beim Faustpfand ist dieses Mehrspännigfahren nicht möglich, wohl aber bei der in der Praxis weitverbreiteten Sicherungsübereignung und bei der Verpfändung von Buchforderungen. Ebenso können noch nicht bezahlte Warenbestände als Kreditunterlage verwertet werden und ermöglichen so ein Mehrspännigfahren mit dem Warengläubiger und dem Geldgeber.

das Erfassen aller Kredite und Kreditarten bei der Kontrollstelle. Hierzu gehören aber auch unter allen Umständen die Kredite der Warengläubiger, die häufig auf Grund der Lagerbestände und der Außenstände ohne förmliche Sicherheit gewährt werden. Nur auf Kredite über ganz geringe Summen könnte man der Vereinfachung halber verzichten. Daher ist bei den Verhandlungen innerhalb des Zentralverbandes des Bankgewerbes vorgeschlagen worden, auch die Warenkredite einzubeziehen. Kredite sollen hiernach „in einer bestimmten Höhe nur nach Vorlage eines von einem Wirtschaftsprüfer beglaubigten Status' erfolgen dürfen". Außerdem soll „dem neuen Kreditgeber die Verpflichtung auferlegt werden, die früheren Kreditgeber von der Hergabe des neuen Kredites in Kenntnis zu setzen, damit nicht durch nachträglich gegebene gesicherte Kredite ursprünglich gewährte ungesicherte Kredite ausgehöhlt werden"[98]).

Eine kollektive Kreditkontrolle in dieser ausgebauten Form wird jedoch praktisch kaum durchführbar sein. Zunächst müßte die Zwangsmeldung aller Kredite angeordnet und auch wirklich durchgesetzt werden. Da aber neben den Banken auch private Kreditgeber auftreten können, wird dies sehr schwer sein. Außerdem müßte die Bearbeitung des dauernd in großen Mengen anfallenden Materials stets sofort vorgenommen werden. Die Kreditlage eines jeden Unternehmens kann sich von Tag zu Tag ändern, so daß die Aufstellung eines wirklichen Kreditstatus' — und nur ein solcher hätte praktischen Wert — für alle Unternehmen fast unmöglich erscheint. Zumindest wäre ein riesiger Apparat erforderlich, der seinerseits die Kosten der Kreditkontrolle ins Ungemessene steigen ließ. Dann entsteht die Frage, ob die Aufwendung dieser Kosten in einem wirtschaftlichen Verhältnis zu den hierdurch vermeidbaren Verlusten steht.

Hinzu kommt noch ein Anderes. Selbst wenn wir die restlose Erfassung der Inlandskredite unterstellen, wäre das System nicht lückenlos. Ausländische Kreditgeber könnten — eventuell über ausländische Konzerngesellschaften — weiterhin Kredite gewähren und den deutschen Gläubigern die Sicherungen wegnehmen.

Bezeichnend für die auftretenden Schwierigkeiten ist die Tatsache, daß trotz fast dreißigjähriger Diskussion darüber bis heute in Deutschland noch keine kollektive Kreditkontrolle eingeführt werden konnte[99])[100]).

---

[98]) Nach dem Referat von Reichsbankdirektor Dr. Paersch für die Bankenquête 1933 in dem Artikel „Die Frage der Evidenzzentrale", in der Frankfurter Zeitung Nr. 839 vom 29. 11. 1933.

[99]) Vgl. hierzu: Somary, „Die Schaffung einer Kreditzentrale", im Bankarchiv 10. Jahrg. 1910/11 S. 183 ff., und Kalveram, „Kollektive Kre-

bb) Vorschrift der „Einzigen Bankverbindung".

Viel weitgehender als der zuletzt behandelte Vorschlag ist derjenige, jedem Unternehmen nur eine einzige Bank als Kreditgeber zu bewilligen. Bei wirklicher Durchführung wäre dies tatsächlich ein Weg, das Mehrspännigfahren unmöglich zu machen. Leider läßt sich jedoch dieses Prinzip in der Praxis nicht durchsetzen. Die Verschachtelung des gesamten Wirtschaftslebens ließe gar nicht erkennen, ob und wie weit die einzige Bankverbindung de facto bestehen würde. Wie leicht könnte sich der findige Kreditkünstler mit Hilfe von Holding- und Tochtergesellschaften der „Gefahr" der einzigen Bankverbindung entziehen.

Schon die Einführung dieses Grundsatzes würde in der Praxis auf fast unüberwindliche Schwierigkeiten, auch technischer Art stoßen: Welche Bank wäre in der Lage, den gesamten Kreditbedarf einer großen Unternehmung ganz zu befriedigen? Zumindest würde diese Bank keine oder nur geringe objektive Risikoverteilung betreiben können. Ein Ausweg wäre allerdings die subjektive Risikoverteilung durch Bildung von Konsortien. Hier tritt aber wieder die Gefahr auf, daß Mitglieder des Konsortiums insgeheim Sonderkredite — etwa über eigens zu diesem Zwecke gegründete Tochtergesellschaften des Kreditnehmers — gewähren.

Die Hauptschwierigkeit würde wohl folgende sein: Welche der bisherigen Banken soll in Zukunft die einzige sein? Sie müßte ja die Kredite der anderen Banken übernehmen, auch wenn diese noch so unwirtschaftlich sind. Bei Fusionen würde dieses Problem immer wieder neu auftreten, wenn die fusionierenden Gesellschaften verschiedene Bankverbindungen haben. Die Bildung von Konsortien der bisherigen Banken würde bei der ungeheuren Verschiedenheit der Einzelfälle die Erreichung des erhofften Zieles — Klarheit auf dem Kreditmarkt — illusorisch machen.

Der einzige wirkliche Ausweg aus diesem Dilemma wäre die Verstaatlichung sämtlicher Banken und sonstiger Kreditinstitute. Dann würde, von ausländischen Kreditquellen abgesehen, das Prinzip der einzigen Bankverbindung zwangsweise durchgeführt sein. Eine Verstaatlichung wirft aber wieder eine Menge neuer Probleme auf, denen nachzugehen im Rahmen dieser Arbeit kein Platz ist.

---

ditkontrolle im Bankwesen", in Bankwissenschaft 4. Jahrg. 1927/28 S. 625 ff.

[100]) Die Versuche einzelner Branchen auf diesem Gebiete sind nicht als wirkliche Kollektivkontrolle anzusprechen. Vgl. hierzu Culemann, „Kreditsicherung durch die Branchen", Berlin 1932.

Richtiger als alle anderen Versuche, das Vertrags-Erfüllungs-Risiko im Kreditleben zu bekämpfen, wäre wohl ein endgültiges Abwenden von dem System der nur gedeckten Kredite. Die größte Sicherheit bietet heute wie immer der sogenannte ungedeckte Kredit, der auf Grund des Vertrauens in die Persönlichkeit des Kreditnehmers und in die Wirtschaftlichkeit der Kreditverwendung gewährt wird.

II. Das Zinsrisiko.

a) Die Quellen des Zinsrisikos.

Das Zinsrisiko ist seiner Art nach ein Preisrisiko, wie der Zins der Preis des Kredites ist, den der Kreditnehmer für die Kreditgewährung bezahlt. Auf der anderen Seite stellt der Zins für den Kreditgeber den Erlös für die Kredithergabe dar. So sind beide Partner des Kreditgeschäftes an der Höhe des Zinses interessiert. Der Zins als Preis des Kredites ist aber zur selben Zeit nicht für alle Abschlüsse gleichhoch, sondern kann für jede Kreditart, ja mitunter sogar für jedes Kreditgeschäft ein anderes sein. Noch uneinheitlicher ist die Zinsgestaltung im Zeitablauf, da sich aus den Veränderungen der Verhältnisse am Kreditmarkt auch andere Zinssätze ergeben. Die Ursachen hierfür haben wir weiter oben[1]) untersucht und festgestellt, daß die Schwankungen der Zinssätze entweder aus dem Wechselspiel von Angebot und Nachfrage entstehen oder aber die Folge verschieden hoher Kreditselbstkosten sind, deren bestimmender Bestandteil die im Zinssatz enthaltenen Risikoprämien darstellen.

1. Gleichzeitige Zinsunterschiede am Kreditmarkt.

Aus den zur selben Zeit an den einzelnen Kreditmärkten und gegenüber den einzelnen Kreditnehmern verschieden hohen Zinssätzen entsteht das Risiko, daß man nicht den Kreditpartner trifft, der einem den günstigsten Zinssatz einräumt.

Für den Kreditgeber ist allerdings nicht die absolute Zinshöhe, sondern die relative maßgebend, d. h. für ihn ist nicht der Brutto-, sondern der Nettozins ausschlaggebend. Von zwei Marktsätzen kann der höhere für den Kreditgeber durchaus der ungünstigere sein. Dies ist dann der Fall, wenn die in ihm enthaltenen Risikoprämien oder die Nebenkosten um mehr als den Zinsunterschied größer sind als die

[1]) Vgl. oben S. 18 ff. und S. 20 ff.

entsprichenden Teile des anderen — niedrigeren Satzes. Bei gleichhohem Nettozins sind gleichzeitige Unterschiede des Bruttozinses also eine Folge der in ihnen einkalkulierten größeren oder kleineren Risikoprämien[2]). Das Problem lautet für den Kreditgeber also: Welches Kreditgeschäft bietet von allen derzeitigen Anlagemöglichkeiten den höchsten Nettozins.

Für den Kreditnehmer ist dagegen der Bruttozins wesentlich, da dieser ja in seiner vollen Höhe bezahlt werden muß und so auch in die Erfolgsrechnung des Debitors eingeht. Das Zinsrisiko besteht für ihn in der Gefahr, daß er unter den gleichzeitig bestehenden Möglichkeiten der Kreditbeschaffung nicht die günstigste wählt, die ihm den billigsten Zinssatz berechnet.

2. Zinsschwankungen während der Laufzeit des Kredites.

Die zweite Quelle des Zinsrisikos ist die Gefahr von Zinsänderungen innerhalb der Laufzeit des Kredites. Diese Schwankungen der Marktsätze können aus veränderten Risikoprämien herrühren, oder aber ihre Ursache in einer anderen Relation von Angebot und Nachfrage auf den Kreditmärkten haben. Wieder ist wie vorhin der Kreditor nur an der Höhe des Nettozinses, der Debitor dagegen an derjenigen des Bruttozinses interessiert. Das Risiko selbst entsteht nun daraus, daß beim Abschluß des Kreditgeschäftes der Zinssatz festgesetzt wird und in dieser Höhe normalerweise s t a r r bleibt solange der Kredit läuft, unabhängig davon, ob und wie sich das allgemeine Zinsniveau inzwischen ändert.

Für den Kreditgeber sind die Zinsschwankungen wichtig, die sich aus dem Spiel von Angebot und Nachfrage ergeben. Bleiben die einzugehenden Risiken gleich, dann wird für ihn jedes Steigen der Zinssätze zum Ausgangspunkt des Zinsrisikos. Resultieren dagegen die Zinsverschiedenheiten zu einem Teil aus Veränderungen der im Zins enthaltenen Risikoprämien, so entsteht das Zinsrisiko für den Kreditor nur aus dem Teil der Schwankungen, der durch neue Angebots- und Nachfrageverhältnisse an den Kreditmärkten herbeigeführt wird.

Der Debitor muß jedoch mit der Gesamthöhe der Bruttozinsen als Kosten des Kredites rechnen. Für ihn ist jede Zinsveränderung wichtig, gleichgültig ob sie aus Angebot und Nachfrage oder aus, vom Kreditgeber in den Zins einkalkulierten Risikoprämien bzw. Nebenkosten entstehen. So werden dem Kreditnehmer alle Zinsschwankungen, und

---

[2]) Vgl. als Beispiel die Zinsunterschiede beim Wechselkredit weiter oben S. 42 f.

zwar in voller Höhe zum Anlaß des Zinsrisikos. Voraussetzung für das Eintreten dieses Teiles des Zinsrisikos ist aber, daß der bei der Kredithergabe ausgemachte Zinssatz für die Dauer der Kreditgewährung starr bleibt, gleichgültig ob sich die Marktsätze inzwischen ändern oder nicht.

b) Die Auswirkungen des Zinsrisikos.

Das Zinsrisiko wirkt sich grundsätzlich auf beide Geschäftspartner an den Kreditmärkten, auf Kreditor und Debitor aus. Seine Wirkung kann für den einzelnen günstig oder ungünstig sein, weil die Zinsentwicklung nach beiden Richtungen gehen kann. Dem günstigen Einfluß auf die Stellung des einen Partners steht meist eine ungünstige Wirkung auf den anderen Partner gegenüber. Wie wir noch sehen werden, braucht dagegen die Belastung der einen Seite durchaus nicht mit einer Entlastung der anderen Seite verbunden zu sein, wenn dies auch normalerweise der Fall ist.

Naturgemäß ist der langfristige Kredit dem Zinsrisiko viel stärker ausgesetzt als der kurzfristige. Einmal, weil sich die Zinssätze innerhalb der Laufzeit der kurzfristigen Kredite nur in beschränktem Ausmaß ändern, während bei langfristigen Krediten sowohl absolut als auch relativ größere Zinsschwankungen auftreten können. Zum anderen steht die kurzfristig ausgeliehene Kreditsumme nach ihrer — baldigen — Rückzahlung für neue Kreditgewährung zur Verfügung. Bei dem neuen Kreditgeschäft werden die dann gegebenen Zinsverhältnisse am Kreditmarkt zugrunde gelegt werden. Für den Kreditnehmer besteht bei den üblichen kurzen Kündigungsfristen die Möglichkeit, sich bei sinkenden Zinssätzen an anderer Stelle billigeren Kredit zu beschaffen und damit den bisherigen, teureren zurückzuzahlen. Langfristige Kredite sind dagegen stets mit längeren Kündigungsfristen ausgestattet — häufig auf Jahre hinaus oder für den Gläubiger gar überhaupt unkündbar —, so daß hieraus eine Verstärkung des Zinsrisikos entsteht[3]).

1. Die Auswirkungen auf den Zins.

Die eigentlichen und unmittelbaren Auswirkungen des Zinsrisikos betreffen die Höhe der Zinsen selbst. Sie sind verschieden für Kreditgeber und Kreditnehmer und je nach der Quelle, der das Risiko entspringt.

---

[3]) Auf die Möglichkeit, langfristige Kredite vor der Fälligkeit zu realisieren, kommen wir später bei der Bekämpfung des Risikos zu sprechen. Siehe S. 107 ff.

aa) Die gleichzeitigen Zinsunterschiede.

Wie wir gesehen haben sind die gleichzeitigen Zinsunterschiede an den einzelnen Kreditmärkten oder bei einzelnen Kreditgeschäften meist nicht die Folge von verschieden hohen Nettozinsen, sondern entstehen fast immer aus den mehr oder weniger hohen Risikoprämien für die speziellen Abschlüsse. Soweit aber der Nettozins gleich ist, ist es für den Kreditgeber zinsmäßig gesehen gleichgültig, welches der möglichen Kreditgeschäfte er abschließt. Vielleicht wird ihm aus irgendeinem Grunde eines der Geschäfte günstiger oder bequemer erscheinen und er dieses daher den anderen vorziehen. Voraussetzung ist jedoch, daß der Kreditgeber eine genaue Zinskalkulation aufmacht, auf Grund deren er ersehen kann, ob die Nettozinsen in den Marktsätzen auch tatsächlich gleichhoch sind. Ist dies der Fall, dann kann dem Kreditgeber aus gleichzeitigen Zinsunterschieden kein Zinsrisiko erwachsen.

Ganz anders ist die Sachlage für den Kreditnehmer, für den die Bruttozinsen als Kostenfaktoren maßgebend sind. Das Zinsrisiko besteht für ihn in der Gefahr, daß er das Kreditgeschäft zu einem bestimmten Zinssatz abschließt, während ihm die Möglichkeit gegeben ist, von einer anderen Stelle einen gleichartigen Kredit zu einem niedrigeren Satze zu erhalten. Das Risiko wirkt sich für ihn in einer dauernden Mehrbelastung durch die höheren Zinsverpflichtungen für die ganze Laufzeit des Kredites aus. Dieser Teil des Zinsrisikos ist vollkommen unabhängig von der Entwicklung der Marktsätze während der Kreditfrist, denn er ist in den Zinsverhältnissen zur Zeit des Geschäftsabschlusses begründet und wirkt so lange fort, bis der Kredit zurückgezahlt wird, gleichgültig ob und nach welcher Seite sich die Zinssätze inzwischen verändern.

bb) Zinsveränderungen im Laufe der Kreditfrist.

Die offensichtlichsten Auswirkungen des Zinsrisikos entstehen aus den Zinsschwankungen während der Laufzeit des Kredites. „Wenn der Marktzins in dieser Lauffrist steigt, hat der Gläubiger den Nachteil, daß er einen niedrigeren Zins erhält als der Marktlage entspricht und der Schuldner den Vorteil, daß er den Kredit billiger erhält als zum Marktzins. Umgekehrt: Wenn der Marktzins in der Lauffrist sinkt, hat der Gläubiger den Vorteil, daß er einen höheren Zins empfängt als der Marktlage entspricht, und der Schuldner den Nachteil, daß er einen im Hinblick auf den Marktzins zu hohen Zins zahlen muß.“ [4]). Natur-

[4]) Diehl, Theoretische Nationalökonomie Bd. IV: Die Lehre von der Distribution, Jena 1931, S. 392.

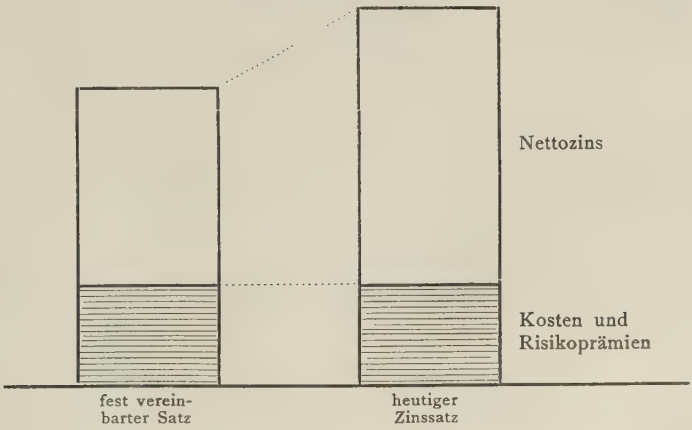
gemäß können immer nur gleichartige Kredite und Zinssätze verglichen und ihr Steigen oder Fallen mit seinen Auswirkungen untersucht werden. Im folgenden ist diese Gleichartigkeit immer vorausgesetzt.

α) Zinssteigerung.

aaa) Auswirkung auf den Kreditgeber.

1. Wieder ist wie vorhin der Kreditgeber nur an der Entwicklung des Nettozinses interessiert. Daher ist für ihn alles auf das Verhältnis des Nettozinses im Zinssatz des bestehenden Kreditgeschäftes zu dem, im jeweiligen Marktsatz enthaltenen Nettozins abzustellen. Ist eine Steigerung der Bruttosätze die Folge des auf Grund erhöhter Nachfrage oder verringerten Angebotes gestiegenen Nettozinses, dann erhält der Gläubiger wirklich einen geringeren Zins als der Marktlage entspricht. Das Zinsrisiko wirkt sich demnach ungünstig auf den Kreditnehmer aus, dem durch das Abmachen eines festen Zinssatzes für die ganze Laufzeit des Kredites ein heute möglicher größerer Ertrag entgeht[5]).

Schaubild 8.



2. Wenn jedoch trotz gestiegener Bruttosätze der Nettozins im derzeitigen Marktsatz gleich demjenigen ist, den der Kreditor von seinem Schuldner erhält, so kommt das Zinsrisiko für ihn nicht unmittelbar zur Auswirkung. Dies ist dann der Fall, wenn die höheren

[5]) Vgl. Schaubild 8.

Marktzinsen aus erhöhten Risikoprämien für die neuen Kreditnehmer resultieren, während für das bestehende Kreditgeschäft das Risiko nicht größer geworden ist[6]).

Schaubild 9.

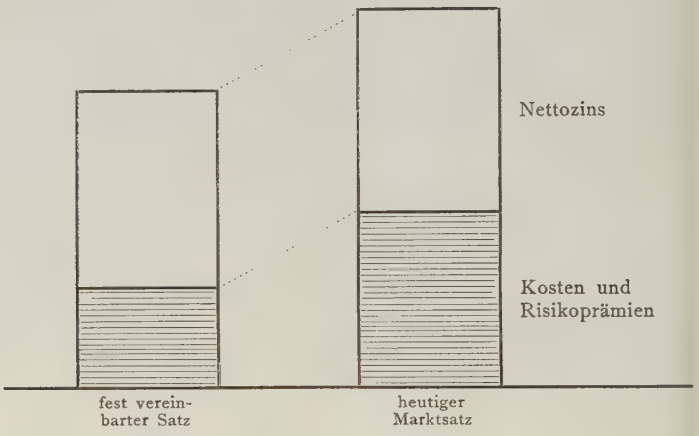
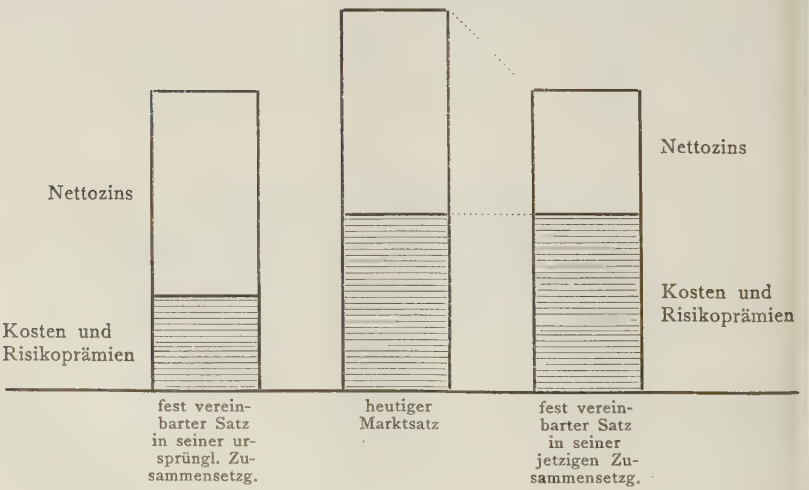


Schaubild 10.



[6]) Vgl. Schaubild 9.

3. Außerdem besteht noch die Möglichkeit, daß der Marktzins wegen erhöhter Risikoprämien gestiegen ist, die in den allgemeinen Wirtschaftsverhältnissen begründet sind. Solche Risikoprämien treffen natürlich auch den bereits bestehenden Kredit. Der Teil des ausgemachten Satzes, der Risikoprämien darstellt, erhöht sich so automatisch und drückt entsprechend den Nettozins in dem ausgemachten und starr bleibenden Bruttozins zusammen[7]). Auch hier wirkt sich das Zinsrisiko auf den Kreditgeber ungünstig aus, weil sein Nettozins zwangsweise vermindert wurde und nicht mehr demjenigen entspricht, der bei heute abgeschlossenen Kreditgeschäften erreicht wird.

bbb) Auswirkungen auf den Kreditnehmer.

Der Kreditnehmer muß dagegen stets mit dem Bruttozins als Kostenfaktor rechnen, der für ihn allein maßgebend ist. Steigt nun der Marktzins, der ja immer ein Bruttozins ist im Laufe der Kreditfrist, dann hat der Debitor den Vorteil, daß es seinen bereits bestehenden Kredit zu einem niedrigeren Satz zu verzinsen braucht als er bei einer heutigen Kreditaufnahme bewilligen müßte[8]).

Dies ist jedoch dann nicht der Fall, wenn — in dem oben angeführten zweiten Fall — die Zinssteigerung nur aus erhöhten Risikoprämien resultiert, die in der Persönlichkeit der neuen Kreditnehmer begründet sind. Ist der ursprüngliche Kreditnehmer nicht auch risikointensiver geworden, so wird er auch heute nur denselben Zinssatz wie bei dem früher aufgenommenen Kredit bezahlen müssen. Denn der Nettozins ist für den Kreditgeber derselbe geblieben und daher wird er bei genauer Zinskalkulation den gleichen Bruttosatz errechnen.

β) Zinssenkung.

Sinkt der Marktzins während der Laufzeit des Kredites, dann äußert sich das Zinsrisiko für die Partner des Kreditgeschäftes umgekehrt wie bei einer Zinssteigerung.

aaa) Auswirkungen auf den Kreditgeber.

1. Der normale Fall ist wohl der, daß die Zinssenkung aus dem Wechselspiel von Angebot und Nachfrage entsteht. Der Nettozins des Kreditgebers ist im derzeitigen Bruttosatz niedriger als derjenige, den

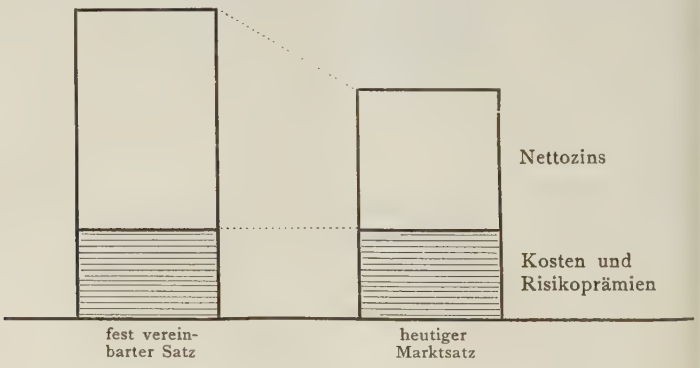
---

[7]) Siehe Schaubild 10. Als Beispiel sei hier eine starke Kaufkraftveränderung des nominellen Geldes angeführt, die sich bereits in einer entsprechenden Risikoprämie ausgewirkt hat.

[8]) Vgl. hierzu Schmidt, Fr., „Die organische Tageswertbilanz", Kapitel „Finanzierungsgewinne".

er aus dem laufenden Kredit erhält. Dank der starren Festsetzung des Zinses ist der Gläubiger in der Lage einen höheren Zins zu beziehen als nach der jetzigen Marktlage gerechtfertigt ist[9]). Das Weiterbeziehen eines marktwirtschaftlich zu hohen Zinses braucht im Endresultat durchaus keinen Vorteil für den Kreditor zu bedeuten. Kann der Debitor diesen hohen Zins nämlich nicht aus der Kreditverwendung erwirtschaften, dann ist es durchaus möglich, daß der Kredit selbst dubios wird. Der zu hohe Zins wird Ursache von zusätzlichem Vertrags-Erfüllungs-Risiko und bedingt eine entsprechend höhere Risikoprämie. Diese ihrerseits drückt dann den Nettozins des Gläubigers auf den zur Zeit üblichen Stand oder noch darunter. Bei der Fälligkeit der Rückzahlung kann dem Gläubiger ein Kapitalverlust entstehen, der bedeutend größer als die zusätzlich vereinnahmten Zinsquoten ist.

Schaubild 11.

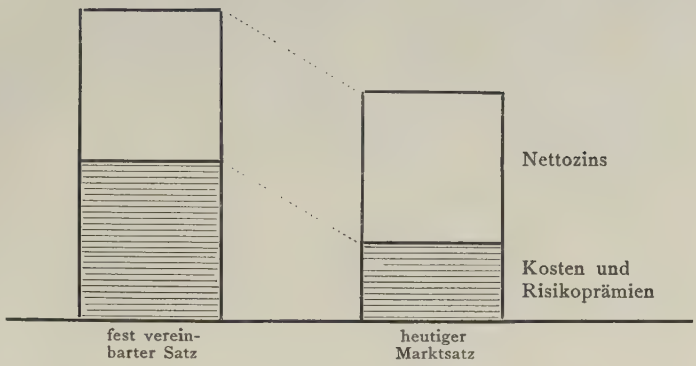


2. Ist die Senkung der Marktzinsen nur die Folge verringerter Risikoprämien, und ist andererseits das mit dem gewährten Kredit seinerzeit übernommene Risiko nicht durch die wirtschaftliche Entwicklung ebenfalls kleiner geworden, so ist der Nettozins in beiden Fällen gleich. Der Gläubiger wird von keiner Auswirkung des Zinsrisikos betroffen.

---

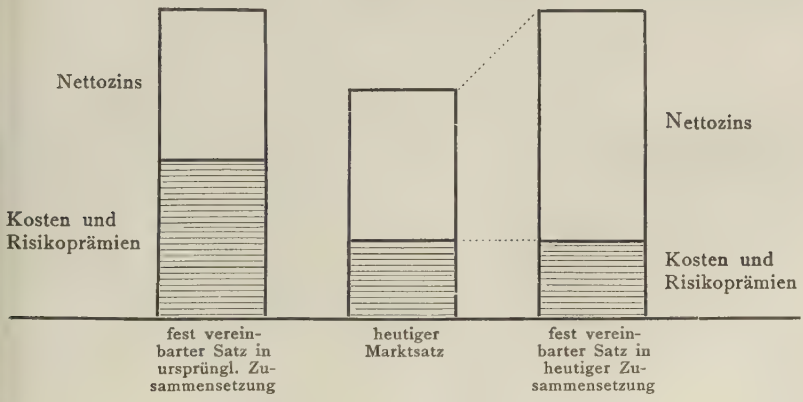
[9]) Vgl. Schaubild 11.

Schaubild 12.



3. Die dritte Möglichkeit ist die, daß zwar die Risikoprämien im Marktzins Ursache seiner Ermäßigung sind, sich aber gleichzeitig auch das Risiko in dem bereits bestehenden Kreditgeschäft vermindert hat.

Schaubild 13.



Dann ändern sich die Selbstkosten des Kreditgebers entsprechend der verringerten Risikoprämien. Da der ausgemachte Bruttozins aber starr bleibt, erhöht sich naturgemäß der Nettozins in demselben Ausmaß, in dem sich die Risikoprämien vermindern[10]). Der Gläubiger ist daher

[10]) Vgl. Schaubild 13.

begünstigt, weil er einen höheren als den zur Zeit üblichen Nettozins erhält. Aber auch hier ist wieder darauf hinzuweisen, daß der Kreditgeber nicht unbedingt begünstigt ist, da aus der unwirtschaftlichen Höhe des Zinses für ihn Kapitalverluste entstehen können. Außerdem wird die in den meisten Verträgen ausgemachte Kündigungsmöglichkeit des Schuldners bei einer dauernden Zinssenkung für gleichartige Kredite früher oder später zu einer Konversion führen.

bbb) Auswirkungen auf den Kreditnehmer.

Der Kreditnehmer wird dagegen benachteiligt sein, wenn die Marktsätze während der Kreditfrist fallen. Weil die Zinssätze in der einmal ausgemachten Höhe starr bleiben, muß er höhere Zinsen zahlen als aus der derzeitigen Lage auf den Kreditmärkten gerechtfertigt ist. Nur dann ist er nicht ungerecht belastet, wenn die Senkung der Sätze durch Verminderung der Risiken und der entsprechenden Risikoprämien in den Neukrediten entstanden ist, und andererseits das mit dem bestehenden Kredit eingegangene Risiko des Kreditgebers nicht zurückgegangen ist. In diesem Falle müßte nämlich der Kreditnehmer auch unter den heutigen Verhältnissen am Kreditmarkt denselben Zinssatz wie bei der Kreditaufnahme bewilligen. Hier wird also das Zinsrisiko für den Schuldner nicht zur Auswirkung kommen.

γ) Das Schwanken der Zinssätze während der ganzen Kreditfrist.

Die angeführten Auswirkungen des Zinsrisikos bei nachträglichem Steigen und Fallen der Zinssätze gelten immer nur so lange, bis sie durch eine neue Veränderung verstärkt, wieder aufgehoben oder gar ins Gegenteil verkehrt werden. Für langjährige Kredite, die ja dem Zinsrisiko am meisten ausgesetzt sind, können sich aber auch die Zinssteigerungen und -senkungen im Laufe der Kreditfrist mehr oder weniger wieder ausgleichen. Was dem Kreditgeber bei gesteigerten Marktsätzen durch den starr gehaltenen Zinssatz entgeht, das kann ihm in Zeiten gesunkener Sätze wieder zugute kommen. Umgekehrt wird der Kreditnehmer aus dem festen Zins des Kredites bei erhöhten Marktsätzen relativ entlastet, bei verringerten dagegen beschwert. So liegt in der Dauer des langfristigen Kredites eine gewisse Tendenz zur selbsttätigen Heilung der Auswirkungen des Zinsrisikos. Allerdings braucht auch beim langfristigen Kredit diese Kompensation der günstigen und ungünstigen Auswirkungen des Zinsrisikos nicht einzutreten. Dann nämlich, wenn die Zinsentwicklung nur in einer Richtung geht oder aber, wenn die Sätze zwar schwanken, die Schwankungen sich jedoch in ihrem Gewicht nicht ausgleichen.

2. Auswirkungen auf die Kreditsumme.

Neben den besprochenen unmittelbaren Auswirkungen, die sich notwendig auf einen Teil des Zinssatzes beschränken, entstehen noch mittelbare Auswirkungen des Zinsrisikos. Mit Steigerung der Marktzinssätze sinkt nämlich automatisch der Barwert der Kredite, die zu einem niedrigeren Zinssatz fest gewährt sind. Andererseits steigt der Barwert eines Kredites, wenn er zu einem hohen festen Zinssatz ausgeliehen ist und die Marktsätze im Laufe der Zeit fallen. Diese Veränderung des Barwertes auf Grund der Zinsschwankungen wird sich am stärksten bei unkündbaren oder doch sehr langfristigen Krediten auswirken. Wenn jedoch der Rückzahlungstermin nahe ist, dann bringt die Fälligkeit neue Momente in die Bewertung, die den Einfluß der Zinsschwankungen abschwächen und sogar ganz eliminieren können.

aa) Zinssteigerung.

Steigen die Marktsätze für gleichartige Kredite innerhalb der Kreditfrist auf das Doppelte des Standes, zu dem der Kredit abgeschlossen worden ist, dann wird der Barwert des unkündbaren Kredites auf die Hälfte des Nominalbetrages sinken. Ist der Kredit dagegen bereits am Tage nach der Zinssteigerung fällig, und ist seine Rückzahlung gesichert, dann wird der Barwert des Kredites naturgemäß praktisch gleich dem nominellen Betrag sein.

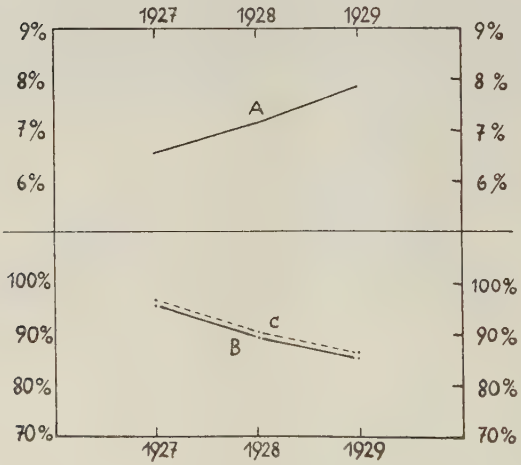
Die geringere Zinseinnahme für einen Tag fällt dann gar nicht ins Gewicht. Zwischen diesen beiden extremen Fällen wird sich der Barwert eines Kredites bewegen, je nachdem, ob die Rückzahlung in Höhe der ursprünglichen Summe früher oder später zu erfolgen hat. Ist der Kreditgeber nun aus irgendeinem Grunde zur vorzeitigen Realisierung des Kreditbetrages gezwungen, so wird er bei einem Verkauf der Kreditforderung nur etwa den aus den genannten Faktoren berechnten Barwert erzielen können. Eventuell wird er aus seiner Notlage heraus zu weiteren Zugeständnissen an den Erwerber genötigt sein. Hier wirkt sich also das Zinsrisiko bei einem Verkauf vor der Fälligkeit des Kredites in einer Abwertung des Kreditsumme selbst aus.

Deutlich werden diese Zusammenhänge zwischen den Veränderungen der Zinssätze und dem Barwert der zu festem Satz gewährten Kredite bei einer Betrachtung der Kursentwicklung der festverzinslichen Obligationen an der Börse. Bei diesem Vergleich ist nicht die Nominal-, sondern die Effektivverzinsung maßgebend. Der Effektivzins stimmt nur bei Paristand und Rückzahlung zu 100% mit dem

Nominalzins überein; ist der Ausgabe- bzw. der Börsenkurs niedriger oder der Rückzahlungskurs höher als 100%, dann ist der Effektivzins höher als der Nominalzins und umgekehrt.

Schaubild 14.

Effektivverzinsung bei Neuemissionen und Barwert festverzinslicher Kredite.



A ——— = Effektivverzinsung bei Neuemission von Schuldverschreibungen des Reiches, der Länder u. Gemeinden.
B ·——· = Börsenkurse der Staats- und Gemeindeanleihen.
C ····· = Börsenkurse der Kommunalobligationen.

(Jahresdurchschnitte nach „Wirtschaft und Statistik", Jahrg. 1928 S. 35, 1929 S. 61, 1930 S. 115 und 592).

Die Neuausgabe von Anleihen mit einer höheren Effektivverzinsung als bisher üblich, führt unbedingt zu einer Kurssenkung der bereits am Markt vorhandenen Werte. Der Käufer von Obligationen wird nämlich von den gleichsicheren Papieren stets dasjenige mit der höchsten Effektivverzinsung wählen. Dadurch wird die Nachfrage nach

den bisherigen Werten geringer, andererseits aber das Angebot eventuell noch verstärkt werden, weil ein Teil der Besitzer ihre alten Obligationen abgeben will,, um neue, höher verzinsliche anzuschaffen. Verringerte Nachfrage und erhöhtes Angebot werden den Kurs etwa so weit drücken, bis auch die alten Papiere ihren Erwerbern dieselbe Effektivverzinsung wie die neuen bieten. So ist durch die Zinserhöhung der Barwert der alten Kredite entsprechend herabgemindert worden.

Umgekehrt ist der Börsenkurs für Obligationen häufig für die Zinsausstattung bei Neuemissionen maßgebend. Stehen z. B. die 6%igen Papiere ganz allgemein unter Pari, so wird jeder Versuch zwecklos sein, neue 6%ige Werte zum Nominalkurs auszugeben. Der Markt würde diese neuen Papiere nicht aufnehmen. Daher muß bei Pariemission ein höherer Zinssatz gewährt oder bei einem Nominalsatz von 6% durch Ausgabe unter 100%, durch höheren Rückzahlungskurs oder durch andere Sonderausstattung [11]) der Effektivzins demjenigen angeglichen werden, der am Markt derzeit üblich ist.

Diese Beziehungen zwischen der Effektivverzinsung bei Neuemissionen und dem Börsenkurs der festverzinslichen Werte als Barwerte dieser Kredite muß notwendig zu entgegengesetzt verlaufenden Kurven führen. Unser Schaubild 14 zeigt diese Kurven für 1927—1929, die Jahre steigender Zinssätze am Kapitalmarkt. Es stellt die Effektivverzinsung der Neuemissionen von Schuldverschreibungen des Reiches, der Länder und Gemeinden [12]) — „A", die durchschnittliche Kursentwicklung der Staats- und Gemeindeanleihen an der Börse [13]) —·—·„B" und die Börsenkurse der Kommunalobligationen [13]) ···· „C" (ebenfalls Durchschnitt) dar. Die den Kurven zugrunde liegenden Zahlenwerte [14]) sind:

Jahr	„A" Effektivverzinsung [12]) bei Neuemission %	Börsenkurse „B" Staats- und Gemeindeanleihen [13]) %	Börsenkurse „C" Kommunalobligationen [13]) %
1927	6,534	95,66	96,86
1928	7,109	89,14	90,26
1929	7,85	85,32	86,79

[11]) Die neue Reichsanleihe vom Juni 1934, zu 4% nominell, stellt den Zeichnern z. B. zusätzliche Zinsen aus Rückkaufsgewinnen in Aussicht.

[12]) Nach „Wirtschaft und Statistik" 10. Jahrg. 1930 S. 592.

[13]) Nach „Wirtschaft und Statistik" 8. Jahrg. 1928 S. 35, 9. Jahrg. 1929 S. 61, 10. Jahrg. 1930 S. 115.

[14]) Eine Berechnung der Effektivverzinsung der gehandelten Papiere

Die mittelbaren Auswirkungen des Zinsrisikos stellen für den Kreditgeber demnach bei einer Zinssteigerung einen Kapitalverlust dar. Je größer die Steigerung der Zinssätze ist, um so stärker werden auch die Kurssenkungen der alten festverzinslichen Werte sein. Verringert wird der Verlust an Barwert durch nahe Fälligkeitstermine der bisherigen Anleihen. Des weiteren kann er durch andere Ausstattung der alten oder der neuen Werte (Steuervorteile, Umtauschmöglichkeiten usw.) verstärkt oder abgeschwächt werden. Immer aber wird sich als Tendenz durchsetzen, daß eine Erhöhung der Zinssätze sich als eine Herabminderung des Barwertes der bereits bestehenden festverzinslichen Kredite auswirken wird.

Diesem tatsächlichen Verlust des Kreditgebers bei einer Veräußerung von festverzinslichen Werten steht grundsätzlich beim Kreditnehmer kein entsprechender Gewinn gegenüber. Für den Schuldner ist es gleichgültig, wer der Eigentümer der ausgegebenen Anleihestücke ist. Immer muß er den ausgemachten Zins auf die nominelle Summe des Kredites an den Einreicher der Zinsabschnitte leisten und am Ende der Kreditfrist die Kreditsumme zum ursprünglich festgelegten Kurs — meist einige Prozent über Pari — zurückzahlen. Dasselbe gilt, wenn der Debitor jährlich einen Teil der Anleihestücke auslosen läßt und die ausgelosten Stücke in einer festgesetzten Höhe zurückzahlt. Diese Rückzahlung ist in ihrer Höhe vollkommen unabhängig von dem derzeitigen Barwert der nicht ausgelosten Stücke an der Börse.

Anders ist es dagegen, wenn die jährliche Tilgungsquote einer Anleihe nach Wahl des Schuldners entweder durch Auslosung und Rückzahlung zu einem festliegendem Kurs oder aber durch Rückkauf an der Börse erfolgen kann. Bei niedrigen Kursen wird dann wohl der Rückkauf an der Börse gewählt werden, wobei ein Gewinn des Kreditnehmers entsteht.

Auch wenn der Anleiheschuldner nicht zu einer jährlichen Tilgung verpflichtet ist, sondern erst in einer späteren Zeit zurückzuzahlen braucht, kann er bei gesunkenen Börsenkursen aus dem Kapitalverlust des Gläubigers für sich einen Gewinn erzielen. Ist er nämlich in der Lage, aus Kassenbeständen oder nach Liquidierung anderer Vermögensbestände einen Teil oder das ganze Angebot an der Börse in Stücken der eigenen Anleihe zu Unterparikursen aufzukaufen, dann zieht er aus dem Kapitalverlust des Gläubigers einen entsprechenden Nutzen.

---

auf Grund der Börsenkurse läßt sich leider nicht durchführen, da die angeführten Börsenkurse Mittelwerte von Anleihen mit verschieden hoher Nominalverzinsung sind. Eine Kurve der Effektivverzinsung dieser Werte müßte bei sinkenden Börsenkursen unbedingt steigen und ähnlich derjenigen bei Neuemissionen verlaufen.

Das gleiche ist der Fall, wenn der Gläubiger eines privaten Schuldners nicht in der Lage ist, den Kredit für die ganze ausgemachte Zeit zu gewähren und den Kredit schon vor der eigentlichen Fälligkeit zurückbezahlt haben will. Der Schuldner wird sich hierzu nur dann bereitfinden lassen, wenn ihm der Gläubiger einen Abzug von der nominellen Kreditsumme gestattet. Sind jedoch inzwischen die Zinssätze gestiegen, so wird der Debitor nur den hierdurch verringerten Barwert des Kredites zahlen wollen, und zwar auch dann, wenn er die Rückzahlung aus eigenen Mitteln leisten kann, also zur Kreditabdeckung keine neuen, höheren Zinsverpflichtungen einzugehen braucht.

Die mittelbaren Folgen des Zinsrisikos wirken sich hier voll als Kapitalverlust des Kreditgebers aus, während der Kreditnehmer einen entsprechenden Kapitalgewinn erzielt.

bb) Zinssenkung.

Sinken die Marktsätze für gleichartige Kredite im Laufe der Kreditfrist, dann steigt naturgemäß der Barwert der zu einem höheren Satz festverzinslichen Kredite. Wir haben hier ein etwas verzerrtes Spiegelbild zur vorhin besprochenen zwischenzeitigen Zinssteigerung vor uns. Bei einem, auch vom Schuldner unkündbaren Kredit muß der Barwert in demselben Ausmaß steigen, in dem die Marktsätze der mit gleichem Risiko belasteten Kredite fallen. Diese Tendenz wird jedoch durch bereits festliegende Fälligkeitstermine und durch die Kündigungsmöglichkeiten des Kreditvertrages abgeschwächt. Je näher die Fälligkeit, bzw. je kürzer die mögliche Kündigungsfrist ist, um so weniger wird sich die Zinssenkung am Markt erhöhend auf den Barwert der alten Anleihen auswirken können. Dies ist besonders wichtig, weil fast alle langfristigen Kredite — meist nach einer ersten unkündbaren Frist von einigen Jahren — eine Kündigungsmöglichkeit für den Schuldner vorsehen. Besteht also für den Kreditnehmer die Möglichkeit, infolge der Zinssenkung anderen Kredit billiger zu erhalten, dann wird er sofort von seinem Kündigungsrecht Gebrauch machen und den Gläubiger vor die Alternative stellen, entweder auf den jetzt für derartige Kredite üblichen Zinssatz herunterzugehen[15]) oder für die zurückgezahlte Kreditsumme eine neue günstige Verwendung zu suchen. Die meisten Gläubiger werden den Weg der Konversion gehen. So befreit sich der Schuldner von den bisherigen, höheren Zinsverpflichtungen und gleicht sie dem Marktzins an. Andererseits entgeht den Gläubigern so ein Kapitalgewinn, wie er ihnen sonst aus den gesunkenen

[15]) Vgl. auch weiter unten die Besprechung der Konversion S. 108 ff.

Marktsätzen bei weiter hochverzinslichen Anleihesätzen zuwachsen würde. Durch die vertraglichen Kündigungsmöglichkeiten des Schuldners stehen für den Gläubiger tatsächlich gar nicht dieselben Gewinnmöglichkeiten aus Zinssenkungen gegenüber, wie er bei Zinssteigerungen Verlustmöglichkeiten unterworfen ist. Auf längere Zeit werden Anleihen an der Börse daher kaum einmal über dem Rückzahlungskurs notiert werden, auch wie sie zur Zeit noch höhere als marktübliche Zinsen erbringen. Ein Kursstand über Pari bzw. der überdurchschnittliche Zinsertrag wird sehr bald zu einer Konversion führen.

Die festverzinslichen Kredite dagegen, die während ihrer Laufzeit durch allgemeine Zinssteigerungen an Barwert verloren hatten, können bei einer späteren Senkung der Marksätze diesen Barwertverlust ganz oder zum Teil wieder ausgleichen. Dies lehrt uns die Entwicklung der letzten Jahre. 1927 bis 1929 waren die Zinssätze gestiegen, ermäßigten sich jedoch ab Ende 1929 bis zur politischen Krise 1930 (Septemberwahl), die den Anlaß zu neuen starken Zinssteigerungen gab. Das hohe Zinsniveau blieb erhalten, bis die Bankenkrise 1931 Rekordzinssätze in seit der Inflation nicht mehr gekannter Höhe zeitigte. Während dann die Zinsen für kurzfristige Kredite bald wieder auf ein normales Maß gesunken sind[16]), folgten die Sätze für langfristige Kredite nur langsam dieser Abwärtsbewegung. Da neue Anleihen seit 1931 nur in ganz geringem Umfange ausgegeben worden sind, läßt sich leider kein allgemeingültiger Effektivzins für Neuemissionen errechnen. So fehlt uns hier der Vergleichsmaßstab, wie er uns bei der Besprechung der Zinssteigerung zur Verfügung gestanden hat[17]). Doch können wir aus der Kursentwicklung der Obligationen seit Ende 1931 ersehen, daß sich auch die Effektivverzinsung der langfristigen Kredite in der Abwärtsbewegung befindet. Für 6%ige Werte entwickelten sich die Börsenkurse im Durchschnitt wie folgt[18]):

Ende	Öffentl. Anleihen gesamt %	Kommunalobligationen %	Pfandbriefe %	Gewogener Durchschnitt %
1931	65,21	70,00	72,40	69,32
1932	78,60	73,04	83,01	80,05
1933	92,09	87,18	90,62	89,97
Februar 1934	93,90	89,37	91,97	91,63

[16]) Vgl. Schaubild 3 (zwischen S. 18 u. 19).
[17]) Siehe weiter oben S. 96.
[18]) Nach „Wirtschaft und Statistik" 14. Jahrg. S. 188.

Demgemäß betrug die Effektivverzinsung[19]):

Ende	Öffentl. Anleihen gesamt %	Kommunalobligationen %	Pfandbriefe %	Gewogener Durchschnitt %
1931	9,2	8,57	8,29	8,65
1932	7,62	8,21	7,23	7,49
1933	6,51	6,88	6,62	6,67
Februar 1934	6,39	6,72	6,52	6,55

Wir sehen hier, daß sich der Barwert der angeführten Anleihewerte in dieser Zeit stark erhöht hat. Dies ist wohl die Folge der Überlegung der Käufer dieser Werte, daß bei der derzeitigen Lage am Kreditmarkt die bisherige Effektivverzinsung zu hoch und daher eine Zinssenkung durchaus gerechtfertigt sei. Ein fallender Effektivzins konnte hier aber nur durch eine Erhöhung des Barwertes der Obligationen herbeigeführt werden. Wenn die Kursentwicklung in dieser Richtung weitergehen wird, hofft man sogar in absehbarer Zeit zu einer Konversion der 6%igen Werte kommen zu können.

Bei einem jetzigen oder späteren Verkauf zieht natürlich nur der Stückbesitzer einen Kapitalgewinn, der bei dem Ankauf einen niedrigeren als den Kurs am Verkaufstage bezahlt hat. Erfolgte damals der Ankauf aus Spekulation auf Kurssteigerung, dann hat er einen Spekulationsgewinn erreicht. Wurde der Kauf der Anleihestücke dagegen getätigt, um als Kreditgeber aus der Kapitalanlage Zinsen zu erhalten, so hat sich für diesen Kreditgeber das Zinsrisiko auch in seinen mittelbaren Folgen günstig ausgewirkt insofern, als der Gläubiger neben dem hohen Effektivzins auf das investierte Kapital noch einen Vermögenszuwachs erlangt hat. Der Schuldner als solcher erleidet aus der Steigerung der Börsenkurse keinen Verlust, da für ihn nur der ursprüngliche Auszahlungs- und der spätere Rückzahlungskurs für die Kreditsumme wichtig ist. Der Gewinn des jetzigen Gläubigers geht auf Kosten eines oder mehrerer früherer Kreditgeber, die die Anleihestücke zu einem geringeren Kurs verkauften als sie selbst dafür bezahlt hatten. Hat der erste Kreditgeber seinen Anleihebesitz durchgehalten, dann ist die Kurssteigerung der letzten Jahre nur eine nachträgliche, ganze oder teilweise Heilung der Kurssenkungen der früheren Zeit.

[19]) Ohne Berücksichtigung etwaiger anderer Rückzahlungskurse ist mit einer Parirückzahlung gerechnet worden. Da wir für alle Termine ja dieselben Werte vergleichen und nur die Veränderung der Zinsen feststellen wollen, kann diese Ungenauigkeit in Kauf genommen werden.

c) Die Bekämpfungsmöglichkeiten des Zinsrisikos.

1. Maßnahmen gegen das aus gleichzeitigen Zinsverschiedenheiten erwachsende Zinsrisiko.

aa) Zinskalkulation beim Kreditgeber.

Erste Voraussetzung für eine wirkliche und erfolgreiche Bekämpfung dieses Zinsrisikos ist für den Kreditgeber die Durchführung einer möglichst genauen Zinskalkulation. Die Zinskalkulation bezweckt, den Bruttozins eines zu gewährenden Kredites in seinen einzelnen Bestandteilen klarzustellen. Bereits am Anfang unserer Untersuchung hatten wir den Bruttozins aufgeteilt in den eigentlichen Nettozins, die Risikoprämien und die für den Kredit aufzuwendenden Nebenkosten. Erst wenn der Kreditor die entstehenden Kosten kennt und das mit dem Kredit einzugehende Risiko in seinen einzelnen Teilen möglichst genau geschätzt und so die für ihn notwendige Risikoprämie bestimmt hat, kann er ersehen, wie groß der im Marktsatz enthaltene Nettozins ist. Da die Faktoren Risikoprämien und Kosten fast für jeden einzelnen Kredit andere sind, ist auch bei gleichem Bruttosatz der Nettozins häufig verschieden. Da für den Gläubiger aber nur die Höhe des Nettozinses wichtig ist, wird der richtig kalkulierende Kreditgeber nicht einfach den Kredit gewähren, der den höchsten Bruttozins bietet. Er wird den für ihn tatsächlich günstigsten mit dem höchsten Nettozins wählen, ohne Rücksicht auf die Höhe des Bruttozinses. Gleichzeitige Unterschiede der Bruttosätze sind oft nur auf verschieden hohe Risikoprämien zurückzuführen[20]). Dann muß sich der Kreditgeber entscheiden, ob er bereit ist, für die gebotene Risikoprämie das diesem Kredit anhaftende Risiko auf sich zu nehmen. Je genauer die Zinskalkulation, insbesondere die Berechnung der Risikoprämie erfolgt, um so weniger wird der Kreditor bei der Auswahl des Kreditgeschäftes aus den gleichzeitigen Anlagemöglichkeiten das Risiko eingehen, daß er nicht den Partner wählt, der ihm den höchsten Nettozins gewährt.

bb) Risikopolitik beim Kreditnehmer.

Für den Kreditnehmer ist das wichtigste Mittel zur Bekämpfung des Zinsrisikos bei gleichzeitigen Zinsunterschieden das Betreiben einer sorgfältigen Risikopolitik. Unter Risikopolitik verstehen wir hier eine

[20]) Z. B. derjenige zwischen ersten und zweiten Adressen am Börsengeldmarkt.

Beschränkung und bestmögliche Ausschaltung des im Kreditnehmer begründeten Vertrags-Erfüllungs-Risikos durch den Schuldner selbst auf dem Wege einer vorsichtigen Wirtschafts- und Finanzgebarung. Um zu dem derzeitig günstigsten Zinssatz Kredit erhalten zu können, muß der Kreditnehmer möglichst risikofrei sein. Je größer das in der Person und den wirtschaftlichen Verhältnissen des Schuldners begründete Risiko ist, um so weniger ist der Schuldner in der Lage, sich den Kreditgeber zu suchen, der ihm den Kredit zu den günstigsten Sätzen gewährt. Ein stark mit Risiko belasteter Debitor muß froh sein, wenn er überhaupt einen Kreditor findet. Der Kreditsuchende aber, der dem Kapitalisten eine weitgehend risikofreie Kreditanlage bieten kann, wird oft die Wahl zwischen mehreren Kreditgebern haben. Er wird sich so den für ihn billigsten Kredit auswählen können. Ein typisches Beispiel für das Gesagte ist der Wechseldiskontkredit. Trägt ein Wechsel nur die Unterschriften unbekannter Firmen und ist der Einreicher selbst nicht als risikofrei bekannt, dann wird die Bank — wenn sie einen solchen Wechsel überhaupt diskontiert — einen hohen Satz in Anrechnung bringen. Auch wenn ihm der berechnete Zinssatz für die derzeitige Marktlage außerordentlich hoch erscheint, muß ihn der Einreicher anerkennen. Hat sich der Kreditsuchende jedoch durch seine wirtschaftliche Tätigkeit einen geachteten Ruf erworben, so wird er die Möglichkeit haben, eine überhöhte Zinsforderung der Bank abzulehnen und sich den Kredit event. von einer anderen Bank zu einem günstigeren Satz zu beschaffen. Genügen gar der Einreicher und die Indossanten den erhöhten Ansprüchen der Reichsbank auf Risikofreiheit und hat der erstere ein Reichsbankgirokonto, dann kann er jederzeit den Wechsel bei der Reichsbank hereingeben und braucht dort nur den offiziellen Diskontsatz zu bewilligen. In diesem Falle sind von vornherein die ungünstigeren Möglichkeiten der Kreditbeschaffung und damit auch das Zinsrisiko des Kreditnehmers aus gleichzeitigen Verschiedenheiten der Zinssätze ausgeschlossen. Wie bei dieser Kreditart ist es auch bei allen anderen. Je weniger der Kreditnehmer mit Vertrags-Erfüllungs-Risiko belastet erscheint, um so freier ist er in der Auswahl des Kreditgebers und kann sich um so mehr diesem Teil des Zinsrisikos entziehen.

2. Bekämpfung des aus Zinsschwankungen während der Kreditfrist entstehenden Zinsrisikos.

Soweit das Zinsrisiko aus den Veränderungen der Marktzinssätze während der Laufzeit des Kredites entsteht, müssen zu seiner Bekämpfung andere als die besprochenen Maßnahmen ergriffen werden. Es

kommen hier vier Möglichkeiten in Frage: aa) Beobachtung des Kreditmarktes und Verwertung der gewonnenen Erkenntnisse bei Kreditgewährung bzw. Kreditaufnahme. bb) Risikobeschränkung bei langfristigen Krediten durch Verstärkung der Fungibilität. cc) Nachträgliches Angleichen des ausgemachten Zinssatzes an die Marktsätze. dd) Verlassen des Prinzips der festgelegten Zinssätze und Übergang zu gleitenden Sätzen.

aa) Marktanalyse und ihre Auswirkungen auf den Kredit.

Grundsätzlich können die Zinssätze in der Zukunft gegenüber dem heutigen Stand gleichbleiben, steigen oder fallen. Steigen die Zinssätze während der Kreditfrist, dann hat der Kreditgeber die ungünstigen Folgen des Zinsrisikos auf sich zu nehmen, während der Kreditnehmer relativ begünstigt ist. Bei einer Zinssenkung ist dagegen der Debitor benachteiligt und event. der Kreditor im Vorteil.

Fast für jede Marktlage ist die Wahrscheinlichkeit der zukünftigen Zinsentwicklung eine andere. Befindet sich die Wirtschaft in einer starken konjunkturellen Aufwärtsentwicklung, dann wird ein Fallen der Zinssätze fast ausgeschlossen, ein Gleichbleiben wenig, ein Steigen aber sehr wahrscheinlich sein. Umgekehrt wird der Zins normalerweise in der Krise kaum steigen oder für längere Zeit gleich bleiben, wohl dagegen voraussichtlich eine fallende Tendenz haben. An den Wendepunkten der Konjunktur — vom Hochschwung zur Krise, am Ende der Depression und zu Beginn des ersten Anstieges — werden die Zinssätze vielleicht für eine Zeit gleichbleiben, ehe sie der Wirtschaftsentwicklung gemäß in der Krise absinken oder im Aufschwung steigen. Aber alle diese konjunkturmäßigen Tendenzen der Zinssätze können durch spezielle Einflüsse anderer Art gestört werden. Erinnert sei hier nur an die Zinssteigerung in der zweiten Hälfte 1930 und 1931 [21]) entgegen der konjunkturellen Entwicklung, die im Niedergang Zinsermäßigungen hätte zeitigen müssen.

Bei der Marktbeobachtung gilt es also, mit Hilfe einer möglichst genauen Kenntnis der derzeitigen Marktverhältnisse die künftige Entwicklung der Zinssätze zu schätzen und auf Grund dieser Schätzungen sein Verhalten am Kreditmarkt einzurichten. Die dauernde Marktbeobachtung des Unternehmers am Kreditmarkt muß auf einer sorgfältigen Marktanalyse [22]) aufgebaut sein, weil nur eine solche zu rich-

[21]) Vgl. Schaubild 3.

[22]) Vgl. Henzel, „Marktanalyse und Budgetierung", in HHSch. ErgBd. S. 1462.

tigen Zukunftsschätzungen führen kann. Wie in Industrie und Handel die Marktanalyse und eine dauernde Marktbeobachtung für Einkauf-, Produktions- und Absatzbudgetierung von großer Wichtigkeit sind, so soll auch die Beobachtung des Kreditmarktes und die hieraus gewonnenen Erkenntnisse die Kreditgebarung der Unternehmer beeinflussen.

Ist auf Grund der Marktuntersuchungen in der nächsten Zukunft mit Zinssteigerung zu rechnen, so kann der Kapitalist mit der Anlage seiner Mittel in langfristigen Krediten noch warten und diese Mittel zwischendurch dem Geldmarkt kurzfristig zur Verfügung stellen. Er hofft dann, daß die für die ganze Kreditfrist höhere Verzinsung ihn für den augenblicklichen Verzicht auf die Differenz zwischen den Zinssätzen für lang- und kurzfristigen Kredit reichlich entschädigen wird. Dies ist dann der Fall, wenn der Kapitalist nach der Wartefrist Obligationen zu einem niedrigeren Kurs kaufen kann und sich damit einen höheren Effektivzins sichert als er bei sofortigem Kauf erzielen könnte. Gewährt er den Kredit durch Zeichnung von Anteilen einer neuemittierten Anleihe, dann wird ihm der Vorteil des höheren Zinses nicht unbedingt für die ganze Kreditfrist, sondern nur so lange zugute kommen, als der nominelle Zinssatz nicht höher als der marktübliche ist. Sinkt nämlich der Marktsatz unter den nominellen Zins dieser Anleihe, so wird der Kreditnehmer die erste Möglichkeit wahrnehmen, den Kredit zu kündigen, um eine Konversion herbeizuführen.

Statt abzuwarten, bis die Zinssätze weiter gestiegen sind, kann der Kreditgeber — insbesondere einem privaten Schuldner gegenüber — schon jetzt einen Zinssatz verlangen, der über dem bisherigen Niveau liegt, und so eine Angleichung an die zukünftige Entwicklung bedeutet. Er hat hier den Vorteil, daß er den erhöhten Zins bereits sofort erhält, wird aber normalerweise nicht den voraussichtlichen Höchstsatz der näheren Zukunft erhalten können. Immerhin ist das Zinsrisiko insoweit beschränkt, als der Kreditor erst dann dessen ungünstigen Auswirkungen unterliegt, wenn die Marktsätze über den ausgemachten Satz steigen. Dieses Risiko kann der Kreditgeber aber übernehmen, weil er bis dahin ja in der Differenz zwischen dem ausgemachten und dem derzeitig üblichen Zins eine Risikoprämie für das eingegangene Zinsrisiko erhält.

Der Kreditnehmer hat naturgemäß das entgegengesetzte Interesse und wird versuchen, sich seinen Kreditbedarf — event. auf längere Zeit im voraus — noch zu den augenblicklichen, günstigen Sätzen zu beschaffen. Er wird notfalls bereit sein, den Kreditor durch einen etwas erhöhten Zins zur Kredithergabe zu veranlassen, um damit aber für die ganze Laufzeit des Kredites einen verhältnismäßigen niedrigen

Zinsfuß zu erreichen. Ein typisches Beispiel für die günstigen Auswirkungen einer solchen billigen Kreditbeschaffung ist die Entwicklung der AEG. in der Vorkriegszeit mit Hilfe ihrer Kreditpolitik[23]).

Läßt eine sorgfältige Untersuchung der gegenwärtigen Marktverhältnisse in der näheren Zukunft eine Zinssenkung erwarten, dann wird der Kreditgeber zweifellos versuchen, seine gesamten freien Kapitalien noch zu den jetzigen, höheren Sätzen am Markt unterzubringen. Am ehesten wird ihm dies gelingen beim Ankauf von Obligationen an der Börse zu jetzt noch niedrigen Kursen, die so eine hohe Effektivverzinsung gewährleisten. Schwieriger wird es sein, einen neuen Kreditnehmer zu finden, der bereit ist, den derzeitigen relativ hohen Zinssatz für langfristige Kredite zu bewilligen. Ist ein solcher Kreditnehmer vorhanden, dann wird er in der Regel mit sonstigen hohen Risiken belastet sein, so daß eine Kreditgewährung an ihn aus diesem Grunde oft nicht zu empfehlen sein wird. Ist der zur Zeit übliche Zins gar unwirtschaftlich hoch, dann ist ein langfristiger Abschluß auf seiner Basis auch für den Kreditgeber ein zweischneidiges Schwert. Zinsen, die zu hoch sind, um durch die Kreditverwendung beim Schuldner ganz erwirtschaftet werden zu können, sind häufig der Anlaß zum Notleidendwerden des ganzen Kredites. Dann hat der Kreditor des kleineren Vorteils eines höheren Zinsgenusses wegen den späteren Teil- oder Gesamtverlust der Kreditsumme selbst verschuldet.

Ist eine Kreditanlage zu den jetzigen hohen Zinsen nicht tunlich, so wird der Kapitalist noch versuchen können, seine Kreditmittel zu einem Satz anzulegen, der zwar niedriger als der augenblickliche, aber höher als der wahrscheinliche spätere Satz ist. Die Differenz zwischen dem heutigen Marktsatz und dem ausgemachten Zins ist eine negative Risikoprämie, die der Kreditor aufwendet, um dafür später den höheren als marktüblichen Zins zu genießen.

Im Gegensatz hierzu wird der Kreditnehmer alles daransetzen, bei voraussichtlich fallenden Zinssätzen die Deckung seines langfristigen Kreditbedarfes noch hinauszuschieben, bis er zu günstigeren Bedingungen abschließen kann. Hierzu ist er auch in der Lage, wenn es ihm gelingt, die inzwischen benötigten Kreditmittel zunächst kurzfristig von irgendeiner Stelle zu erhalten. In großem Umfange geben die Banken solche „Überbrückungskredite", die ihnen einerseits den Zinsgenuß bis zur Ablösung dieser Kredite gewähren und ihnen dazu noch die bezahlte Mitarbeit an der späteren Konsolidierung dieser

---

[23]) Vgl. Schmidt, Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre, in Handelshochschule Bd. I S. 1366 ff.

Kredite durch Anleiheemissionen sichern[24]). Ist ein solcher Überbrückungskredit nicht zu beschaffen, der Kreditbedarf dagegen sehr dringend, dann wird der Kreditnehmer zunächst versuchen, wenigstens einen etwas niedrigeren als den derzeitigen Zinssatz zu erlangen. Erst wenn hierzu keine Möglichkeit besteht, muß er sich zur Bewilligung der derzeitigen hohen Sätze bequemen. Er wird sich aber ein möglichst kurzfristiges Kündigungsrecht vorbehalten, um bei einer späteren günstigeren Marktlage eine Konversion vornehmen zu können.

Die angeführten Ausweichmöglichkeiten vor dem Zinsrisiko bei voraussichtlich schwankenden Zinssätzen haben natürlich eine zuverlässige Schätzung der Entwicklung auf Grund einer sorgfältigen Untersuchung der derzeitigen Marktlage zur Voraussetzung. Einer Gefahr kann man nur richtig vorbeugen, wenn man sie wirklich erkennt. Je genauer die Kenntnis ist, um so wirksamer kann man auch das Risiko bekämpfen. Deshalb wird es für eine Beschränkung des Zinsrisikos bereits bei der Kredithergabe notwendig sein, wie in Industrie und Handel auch beim Kredit Marktanalyse zu treiben und die hier gewonnenen Erkenntnisse bei der gesamten Kreditgebarung zu verwerten. Sowohl Kreditgeber als auch Kreditnehmer sind an ihr interessiert, weil für beide, je nach der voraussichtlichen Entwicklung der Zinssätze, die Kreditpolitik eine andere sein muß.

bb) Beschränkung des Zinsrisikos durch Vergrößerung der Fungibilität der Kreditforderungen.

Wir haben gesehen, daß mit einem Steigen der Marktzinssätze der Barwert der zu einem niedrigeren Satz festverzinslichen Kredite sinkt. Der Kreditgeber kann nun aus irgendeinem Grunde zur Zeit sinkender Barwerte gezwungen sein, die Realisierung des Kredites zu versuchen, trotzdem dessen Laufzeit noch nicht beendet ist. Naturgemäß wird der Kreditor oft nicht leicht jemanden finden, der bereit ist, in dieses Kreditverhältnis als Gläubiger einzutreten. Meist wird eine mehr oder weniger lange Frist vergehen, bis der bisherige Kreditgeber einen Käufer für diese Kreditforderung gefunden hat. Inzwischen ist aber bei steigender Zinstendenz der Barwert des Kredites weiter gesunken, wodurch der Verlust des Kreditors aus den mittelbaren Auswirkungen des Zinsrisikos noch größer geworden ist.

---

[24]) Vgl. Kalveram, „Bankbetriebslehre", in Handelshochschule Bd. I S. 1407.

Am schwierigsten wird eine solche vorzeitige Realisierung bei nicht verbrieften Forderungen an private Schuldner sein. Eher lassen sich schon, wenigstens in einem lokalen Interessentenkreis, verbriefte Kredite an bekannte Firmen oder Kommunen verkaufen. Die beste und schnellste Verkaufsmöglichkeit besteht aber bei den Anleihen, die zum Handel an der Börse zugelassen sind. Durch die Börsenzulassung ist dem betreffenden Kredit ein größerer Markt erschlossen. Fast täglich kommen hier Kauf- und Verkaufsaufträge für jede zugelassene Anleihe zusammen, aus denen jedesmal ein Marktpreis gebildet wird, zu dem die Umsätze erfolgen. Aber noch einen anderen Vorteil hat der börsenmäßige Handel für den Anleihebesitzer. Steigt nämlich der Marktzins, dann beginnt bald ein mehr oder weniger gleiches[25]) Absinken der Kurse aller festverzinslichen Werte. Der Kreditgeber kann sich durch baldigen Verkauf der Stücke den weiteren, verstärkten Auswirkungen des Zinsrisikos entziehen.

Jede Vergrößerung der Realisierungsmöglichkeit eines Kredites bedeutet demnach eine Beschränkung des Zinsrisikos. Solange die feste Verzinslichkeit der Kredite beibehalten wird, stellt das Erreichen der größten Fungibilität, die Zulassung zum Börsenhandel, auch die für den Kreditgeber größtmögliche Einschränkung des Zinsrisikos dar, soweit es aus Schwankungen der Marktsätze während der Kreditfrist resultiert.

cc) Nachträgliches Angleichen der ausgemachten Zinssätze an die Marktsätze durch Kündigung und Konversion.

Das Prinzip der Festverzinslichkeit ist im Kreditleben nicht restlos durchgeführt. Bei langfristigen Krediten wird es durch die im Vertrage meist vorgesehene Kündigungsmöglichkeit durchbrochen. Fast immer ist der langfristige Kredit für die ersten Jahre von beiden Seiten unkündbar, während nach dieser Zeit wohl regelmäßig ein Kündigungsrecht des Schuldners ausgemacht ist. Ein Kündigungsrecht des Gläubigers ist bei Anleihen nie gegeben. Es soll damit verhindert werden, daß die Kreditmittel dem Schuldner zu einer Zeit entzogen werden, zu der er diese dringend benötigt. Statt dessen wird dem Gläubiger, wenn möglich, eine Veräußerungsgelegenheit der Anleihestücke durch Einführung an der Börse verschafft. Dem Schuldner wird da-

[25]) Das gleichmäßige Absinken der Börsenkurse aller festverzinslichen ist meist eine Folge des Zinsrisikos, während das Vertrags-Erfüllungs-Risiko die Kurse der einzelnen Werte absinken läßt, je nach der Intensität dieses Risikos im einzelnen Kredit.

gegen nach der anfänglichen Frist stets ein Kündigungsrecht eingeräumt. Der eigentliche Zweck desselben ist, dem Kreditnehmer die Rückzahlung nicht mehr benötigter Kreditmittel jederzeit unter Einhaltung der Kündigungsfrist zu ermöglichen. Der Schuldner kann und wird die Kündigung aber auch dann aussprechen, wenn er eine Konversion des Zinssatzes herbeiführen will.

Sind die Marktsätze seit der Kreditaufnahme gesunken, dann hat der Debitor jederzeit die Möglichkeit, sich am Markt einen billigeren Kredit zu verschaffen als die Anleihe für ihn darstellt. Er wird daher die Anleihe kündigen ohne Rücksicht darauf, daß der Kreditzweck noch nicht erreicht ist und der Kredit aus eigenen Mitteln auch nicht zurückgezahlt werden kann. Der Gläubiger hat dann die Wahl zwischen einer Barrückzahlung und dem Umtausch des alten in einen neuen Kredit, der aber zu einem niedrigeren Satz verzinslich ist. Der Schuldner erwartet, daß der größte Teil seiner Gläubiger die Umwandlung in den neuen Kredit vorziehen wird. Tatsächlich ist dies auch meist der Fall, wie die Erfahrung der großen Konversionen der letzten Jahre lehrt[26]). Formell endigt zwar der bisherige Kredit mit dem Umtausch in den neuen; materiell ist der neue jedoch nur eine Fortsetzung des alten Kredites zu anderen Bedingungen. Selbst die Partner des Kreditverhältnisses bleiben zum weitaus größten Teil dieselben.

Für den nicht zur Konversion angemeldeten Teil der Anleihe muß sich der Schuldner Barmittel verschaffen, um die Rückzahlung bewerkstelligen zu können. Aber die derzeitige Marktlage gestattet ihm das ohne weiteres, denn die Möglichkeit zu Kreditaufnahme am Markt zu dem neuen, niedrigeren Zinssatz war ja die Grundlage für die Kündigung der bestehenden Anleihe. Die echte, weil aus den Marktverhältnissen gerechtfertigte Konversion ist nur eine nachträgliche Angleichung veralteter Zinsabmachungen an die derzeitigen Marktsätze für gleichartige Kredite[27]). Bis zu diesem Zeitpunkt hat sich naturgemäß das ursprünglich eingegangene Zinsrisiko des Kreditnehmers

---

[26]) Die Konversion der englischen Kriegsanleihen im Jahre 1932 zeitigte ein Umtauschangebot von mehr als 89% (nach Börsen- und Wirtschaftskalender 1933 S. 13), diejenige der französischen Staatsanleihen, ebenfalls 1932, gar ein solches vom 94,7% (Artikel „Der Erfolg der französischen Konversion" in Frankfurter Zeitung Nr. 752—754 vom 8. 10. 1932).

[27]) Im Gegensatz hierzu steht die Zwangskonversion, wie sie die IV. Notverordnung vom 8. 12. 1932 für Deutschland brachte. Diese hatte mit den Marktsätzen der damaligen Zeit gar nichts zu tun und war als Zwangseingriff des Staates in bestehende Verträge weiter nichts als eine Verstärkung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos im Kredit.

voll ausgewirkt, während es nach durchgeführter Konversion erst bei weiterem Sinken der Zinssätze wieder akut wird.

Der mit einer Kündigungsmöglichkeit versehene langfristige Kreditvertrag ist demnach weniger mit Zinsrisiko belastet als ein Vertrag ohne dieses Recht. Die Kündigungsklausel als solche stellt somit eine Beschränkung des Zinsrisikos für denjenigen dar, zu dessen Gunsten sie vorgesehen ist.

Beim Anleihekredit, wo es nur dem Kreditnehmer zusteht, ist das Kündigungsrecht etwa ein Gegenstück zu der Risikobeschränkung des Kreditgebers mit Hilfe der erhöhten Realisierungsmöglichkeit durch Börseneinführung. Andere Kreditarten, insbesondere bei kleineren Beträgen, gestatten auch dem Kreditgeber eine Kündigung, der hier ja auch nicht die Verkaufsmöglichkeit an der Börse hat. Naturgemäß wird der Kreditor nur dann kündigen, wenn er die Kreditsumme zurückhaben oder aber auf Grund der höheren Marktsätze auch eine Erhöhung des Zinssatzes dieses Kredites durchsetzen will. Praktisch stehen diese Kreditkündigungen zum Zwecke der Zinserhöhung jedoch in gar keinem Verhältnis zu dem Ausmaß der auf diesem Wege durchgeführten Zinskonversionen.

dd) Übergang zu variablen Zinssätzen beim Kredit.

Voraussetzung für das aus Schwankungen der Marktsätze während der Kreditfrist entstehende Zinsrisiko ist die Festlegung des Zinssatzes bei Kredithergabe in einer Höhe, die für die ganze Dauer des gewährten Kredites starr bleibt, unabhängig davon, ob und wie sich die Marktsätze inzwischen verändern. Für kurzfristige Kredite ist das Zinsrisiko ziemlich unerheblich, weil sich die Veränderungen der Marktsätze wegen der kurzen Laufzeit nicht stark auswirken können. Das Prinzip des starren Zinses ist allerdings bei dem Einbau eines Kündigungsrechtes in langjährige Verträge durchbrochen, weil dieses Recht die Durchführung von Zinskonversionen ermöglicht. Wir haben gesehen, daß die Konversion ein nachträgliches Angleichen der vertraglich festgelegten Zinssätze an die gesunkenen Marktsätze ist. Dehnen wir diesen Gedanken des Angleichens auf das ganze Kreditgeschäft gleichmäßig aus, so kommen wir zu dem Reformvorschlag Mahlbergs: „Variable Zinsen für lange Kontrakte.“[28]) Mahlberg will damit ein automatisches Angleichen der Kreditzinssätze an die jeweiligen Marktsätze erreichen. Mit steigenden Marktzinsen sollen entsprechend auch

[28]) Mahlberg, „Kapitalleitung und Arbeitslosigkeit“, Vortrag im RKW., im Druck Leipzig 1931, S. 9.

die Zinssätze aller bestehenden Kreditverhältnisse steigen und bei fallenden Marktsätzen sich in gleichem Ausmaß ermäßigen. Für das Bestreben, das Zinsrisiko aus dem Kreditleben auszuschalten, scheint dieser Gedanke so einleuchtend, daß seine allgemeine praktische Durchführung selbstverständlich sein sollte. Wie kommt es nun, daß in der Praxis bei Kreditverträgen — abgesehen von Kontokorrentkrediten — kaum einmal variable Zinsen ausgemacht werden?

Der bankmäßige Kontokorrentkredit ist ein vertraglich festgelegtes Kreditverhältnis zwischen den beiden Kreditpartnern, in dessen Rahmen je nach den Bedürfnissen des Kreditnehmers größere oder kleinere Einzelkredite aufgenommen und die wieder freiwerdenden Geldmittel der Bank wieder zur Verfügung gestellt werden. Die Einzelkredite und die Gutschriften gehen im laufenden Konto unter, wo sie mit den anderen Geschäftsvorfällen zwischen Bank und diesem Kunden abgerechnet werden. Der jeweilige Kreditsaldo ist mit einem einheitlichen Satz zu verzinsen. Aus dem üblicherweise täglichem Kündigungsrecht des Kontokorrentkredites hat sich die Gewohnheit herausgebildet, schon im Kreditvertrag festzulegen, daß nicht ein in der Höhe festgelegter, sondern der jeweils gültige Zinssatz der Banken für den Kreditsaldo berechnet wird.

Dieser Zinssatz der Banken wird vom „Zentralen Kreditausschuß“ [29]) für alle Banken in ganz Deutschland einheitlich festgesetzt. Leitsatz hierfür ist der Reichsbanksatz als von autoritärer Stelle festgesetzter Marktzinssatz, zu dem für das übernommene höhere Risiko sowie für Kosten und Gewinn der Banken ein Zuschlag erfolgt. Mit Veränderung des Reichsbanksatzes gleicht jedesmal auch der Zentrale Kreditausschuß die Kontokorrentsätze an die veränderten Marktverhältnisse an. So ist beim Kontokorrentkredit die Forderung des variablen Zinssatzes bereits praktisch durchgeführt.

Es liegt nahe, diesen Gedanken auf alle Kredite auszudehnen und die Zinssätze in ihrer Höhe von den Schwankungen des Reichsbankdiskontsatzes abhängig zu machen. Der Zweck des variablen Zinssatzes ist, die Sätze der langfristigen Kredite an die jeweiligen Marktsätze anzugleichen. Diese Marktsätze ergeben sich aus der jeweiligen Effektivverzinsung g l e i c h a r t i g e r Kredite. Daher ist das Anketten der Zinssätze langfristiger Kredite an die Bewegungen des Reichsbankdiskontsatzes nur dann gerechtfertigt, wenn die Schwankungen des Reichsbanksatzes und der Effektivverzinsung der langfristigen Anleihen wenigstens in etwa übereinstimmen.

---

[29]) Vgl. oben S. 45.

Wie wenig tatsächlich der Reichsbanksatz in seinen Schwankungen den Verhältnissen am langfristigen Kreditmarkt entspricht, ersehen wir aus den Zahlen der letzten Jahre, wie sie in der folgenden Tabelle[30]) aufgeführt sind. Die Tabelle zeigt den Reichsbankdiskontsatz[31]) und die Effektivverzinsungen[32]) von öffentlichen Anleihen, Kommunalobligationen, Pfandbriefen und den gewogenen Durchschnitt aller 6%igen Werte an der Börse[32]), und außerdem das Verhältnis dieser Werte zum Reichsbanksatz in absoluter und in relativer Höhe.

Wir sehen beim Vergleich der Effektivverzinsung jeder der angeführten Kreditarten im Verhältnis zum Reichsbankdiskont große Schwankungen. Absolut betragen sie zwischen 1,29 und 4,21% über dem jeweilegen Diskontsatz. Hieraus ersehen wir, daß eine Zinsabmachung „2% über Reichsbankdiskontsatz" oder ein ähnliches Verhältnis das Zinsrisiko beim langfristigen Kredit nicht ausschalten kann. Ebensowenig ist hierzu das Anketten des Kreditzinssatzes in einem relativen Verhältnis zum Reichsbanksatz in der Lage. Die Effektivverzinsung schwankte von Ende 1931 bis Februar 1934 bei den in der Tabelle aufgeführten Kreditarten zwischen 118,34 und 205,25% des gleichzeitigen Reichsbankdiskontes. So lehrt uns die Erfahrung, daß der Reichsbanksatz nicht geeignet ist, als Grundlage zur Einführung variabler Zinssätze bei langfristigen Krediten zu dienen. Im Grunde wäre eine solche Manipulation nur ein Vertauschen des Zinsrisikos mit einem anderen, welches dann aus der Gefahr entstehen würde, daß der Reichsbanksatz eine andere Entwicklung durchmachen kann als die Marktsätze der jeweiligen Kreditart.

Es bleibt noch zu untersuchen, ob die Entwicklung der Effektivverzinsung einer langfristigen Kreditart geeignet ist, den Maßstab für variable Zinsen aller oder doch wenigstens der verwandten Kredite im Kapitalmarkt abzugeben. Voraussetzung hierfür wäre ein einigermaßen ähnlicher Verlauf der Effektivzinskurven der betreffenden Kreditarten. Die Tabelle auf S. 114 zeigt uns jedoch, daß dies nicht der Fall ist. Selbst solch verwandte Kreditarten wie die Öffentlichen Anleihen einerseits und die Kommunalobligationen auf der anderen Seite zeigen erhebliche Verschiedenheiten in der Effektivverzinsung. Nur darin stimmten die Kreditarten überein, daß ihre Effektivverzinsung seit 1931 eine dauernd fallende Tendenz aufwies. Aber Tempo und Ausmaß der Zinsermäßigung ist stark verschieden.

---

[30]) Tabelle S. 113.
[31]) Nach Börsen- und Wirtschaftskalender 71. Jahrg. 1934 S. 90.
[32]) Errechnet auf Grund der Börsenkurse, wie sie in „Wirtschaft und Statistik" 14. Jahrg. S. 188 zusammengestellt sind.

Verhältnis der Effektivverzinsung[33]) langfristiger Kredite zum Reichsbankdiskontsatz[34]).

Zeit	Reichsbank-diskontsatz (RBD)	Öffentliche Anleihen			Kommunalobligationen			Pfandbriefe			Gewogener Durchschnitt der 6 %igen Werte		
		Effektivverzinsung	Verhältnis zum RBD		Effektivverzinsung	Verhältnis zum RBD		Effektivverzinsung	Verhältnis zum RBD		Effektivverzinsung	Verhältnis zum RBD	
	%	%	absolut	in % des RBD	%	absolut	in % des RBD	%	absolut	in % des RBD	%	absolut	in % des RBD
Ende 1931	7	9,2	+ 2,2	+ 31,43	8,57	+ 1,57	+ 22,43	8,29	+ 1,29	+ 18,34	8,65	+ 1,65	+ 23,57
Ende 1932	4	7,62	+ 3,62	+ 90,5	8,21	+ 4,21	+ 105,25	7,23	+ 3,23	+ 80,75	7,49	+ 3,49	+ 86,75
Ende 1933	4	6,51	+ 2,51	+ 62,75	6,88	+ 2,88	+ 72,0	6,62	+ 2,62	+ 65,5	6,67	+ 2,67	+ 66,75
Februar 1934	4	6,39	+ 2,39	+ 59,75	6,72	+ 2,72	+ 68,0	6,52	+ 2,52	+ 63,0	6,55	+ 2,55	+ 63,75

[33]) Nach „Wirtschaft und Statistik" 14. Jahrg. 1934 S. 188 errechnet.

[34]) Nach Börsen- und Wirtschaftskalender 1934 S. 90.

Effektivverzinsung[35])

	Öffentliche Anleihen %	Kommunal-obligationen %	Pfandbriefe %	Gewog. Durchschnitt der 6 %igen Werte %
Ende 1931	9,2	8,57	8,29	8,65
Ende 1932	7,62	8,21	7,23	7,49
Ende 1933	6,51	6,88	6,62	6,67
Ermäßigung gegenüber Ende 1931 in % von 1931:				
Ende 1932	17,2	4,2	12,8	13,4
Ende 1933	29,2	19,7	20,1	22,9
Ermäßigung gegenüber Ende 1932 in % von 1932:				
Ende 1933	14,6	16,2	8,4	10,9

Wir sehen, daß keine Kreditart, ja nicht einmal der gewogene Durchschnitt der gleichausgestatteten Börsenwerte einen Maßstab zur Errechnung des Marktsatzes verwandter Kredite geben kann. Die Entwicklung der Marktsätze ist so uneinheitlich, daß nur der Vergleich mit gleichartigen Krediten wirkliche Rückschlüsse auf Veränderungen der Marktsätze zuläßt. Reichsanleihen sind nur mit solchen, Pfandbriefe nur mit Pfandbriefen, Industrieanleihen nur mit neuen Anleihen desselben Unternehmens zu vergleichen usw. Voraussetzung für einen solchen Vergleich ist aber, daß immer wieder neue Kredite gewährt werden, deren Effektivverzinsung die jeweilige Zinshöhe der laufenden Kredite mit variablen Zinsen bestimmen können.

Schwierig ist die Feststellung des Marktsatzes, wenn keine Neuemissionen erfolgen, wie es in den letzten Jahren für viele Kreditarten der Fall war. Für die nicht an der Börse gehandelten Kreditwerte fehlt dann überhaupt jeder Maßstab, während man für die an der Börse gehandelten Obligationen den Börsenkurs als Messer nehmen könnte. Solange dann der Kurs der Papiere unter Pari wäre, würde man den Zinssatz erhöhen, bei einem Überparistand den Satz dagegen ermäßigen müssen. Dabei könnten aber von der Spekulation und von anderen Börseneinflüssen Störungsmomente in den Kredit kommen.

So müssen wir feststellen, daß die praktische Durchführung der variablen Zinssätze bei den langfristigen Krediten auf erhebliche technische Schwierigkeiten stößt. Trotzdem bleibt die Tatsache bestehen, daß mit dem Aufgeben der starren Zinssätze und dem Übergang zu gleitenden Sätzen die Ursache des Zinsrisikos und damit auch dieses

[35]) Auf Grund der Tabelle S. 113.

selbst aus dem Kreditleben ausgemerzt würde. Bis dieses Ziel einmal praktisch erreicht werden kann, wird man sich damit begnügen müssen, die anderen — schon besprochenen — Bekämpfungsmittel des Zinsrisikos auszugestalten und mit ihrer Hilfe das Zinsrisiko möglichst weitgehend einzudämmen.

III. Das Kaufkraftrisiko.

a) Voraussetzungen des Kaufkraftrisikos.

1. Die Kaufkraftänderung des Geldes.

Das gesamte Wirtschaftsleben der auf hoher Entwicklungsstufe stehenden Völker ist geldorientiert. Die Werte aller Vermögensteile und Dienstleistungen werden in Geld ausgedrückt. Auch das ganze Kreditleben kennt normalerweise nur das Geld als Wertmaßstab. Die Höhe eines jeden Kredites wird in Geldeinheiten festgestellt und bleibt für die ganze Laufzeit in dieser nominellen Summe gebunden. Höchstens in Fällen schwankender Inlandswährung geht man zu anderen Maßstäben über und beziffert die Höhe der Kredite in Tonnen Kohlen, Roggen oder anderen Sachwerten — wenn man nicht in stabile Auslandswährungen oder in Gewichtseinheiten des Feingoldes flüchtet. Immer wieder finden wir also eine nominelle Bindung der Kredite an Einheiten einer Ware, denn auch die Währungen sind auf dem Wert irgendeiner Ware aufgebaut[1]).

Naturgemäß gehen nun Kreditgeber und -nehmer das Risiko ein, daß sich während der Laufzeit des Kredites der Wert der Ware, in deren Einheiten der Kredit nominell gebunden ist, gegenüber dem Wert der anderen Waren verändert. Im Falle der Kohlen- oder Roggenanleihe sehen wir dieses Risiko sofort. Wenn der Kredit in einer Geldsumme ausgedrückt ist, erkennen wir diese Gefahr jedoch zunächst nicht. Grund hierfür ist ein gewohnheitsmäßiger Denkfehler. Weil wir alle Werte am Gelde messen, sehen wir bei einer stabilen Währung nur die Schwankungen der einzelnen Warenpreise. Wir vergessen leicht, daß eine Veränderung des gesamten Preisniveaus eigentlich eine Wertschwankung des Geldes ist. Erst, wenn diese allgemeine Preisveränderung das normale Maß übersteigt und sich über größere Zeiträume erstreckt, sehen wir, daß die Ursache nicht auf der Waren-,

---

[1]) Heute sind meistens Silber oder Gold die Grundlage der Währungen.

sondern auf der Geldseite der Wirtschaft zu suchen ist. Dann erkennen wir plötzlich: Die Kaufkraft des Geldes hat sich geändert.

Wir müssen uns bewußt von dem Irrglauben der geldorientierten Wirtschaft freimachen, daß der Wert des Geldes, zumindest desjenigen der Staaten mit Goldwährung oder einer ihrer vielen Abarten wirklich „stabil" sei. Dann sehen wir, daß die Ursachen von Preisveränderungen sowohl in Wertschwankungen der Warenseite als auch in solchen der Geldseite liegen können. Wesentlich für das Wirtschaftsleben ist aber nicht so sehr das Geld als die Waren, die Mittel zur Bedürfnisbefriedigung der Menschen. Eine nur mit Realgütern arbeitende Wirtschaft[2]) läßt sich denken, nicht aber eine bloße Geldwirtschaft ohne andere Güter. Das Geld ist nur „ein Diener der Vorgänge auf der Güterwelt"[3]) nicht aber Selbstzweck der Wirtschaft. Erst unter diesem Gesichtswinkel sehen wir das eigentliche Problem im Gleichgewicht des Wirtschafts- und Kreditlebens. Es gilt nicht die nominelle, sondern die tatsächliche, relative Werterhaltung aller Vermögensteile. Für die Unternehmung baut Prof. Schmidt[4]) auf dieser Erkenntnis seine Tageswertrechnung auf. Ihr Zweck ist Befreiung der Wirtschaft vom nominellen Denken und dessen unglückseligen Auswirkungen auf die Gewinnerrechnung und damit auf die gesamte Wirtschaftsentwicklung. Wir versuchen diesen Gedanken konsequenterweise auch auf das Kreditleben auszudehnen.

Für den Wirtschaftenden ist das Eigentum an einer bestimmten Geldsumme nicht so wesentlich wie die Möglichkeit, sich mit dem Gelde das Eigentum an einer bestimmten Menge Waren verschaffen zu können. Der Zweck des Wirtschaftens sind die Güter und nicht das Geld, das nur ein Mittel des Wirtschaftens ist. Daher sollen Kreditgeber und -nehmer am Ende der Kreditfrist nicht schlechter im Gütermarkt dastehen als zu Beginn. Ist aber der Kredit nominell an eine bestimmte Geldsumme gebunden, so gehen beide Kreditpartner das Risiko ein, daß sich die Kaufkraft der Kreditsumme im Gütermarkt inzwischen ändert. Ändert sich der Preis einer einzelnen Ware, während alle anderen Preise gleichbleiben, dann verändert sich entsprechend reziprok die Kaufkraft des Geldes d i e s e r Ware gegenüber. Ob und in welchem Ausmaß hierdurch die allgemeine Kaufkraft des Geldes

---

[2]) Z. B. die Tauschwirtschaft der primitiven Völker und in Zeiten schwankender Währungen.

[3]) Schumpeter, „Das Sozialprodukt und die Rechenpfennige" S. 630.

[4]) Vgl. hierzu: Schmidt, „Die Industriekonjunktur — ein Rechenfehler", in Z.f.B. Jahrg. 1927; Schmidt, „Die organische Tageswertbilanz", Kapitel Bilanz und Konjunktur, 3. Aufl. S. 295 ff.; Schmidt, „Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre", in HHSch. Ergbd. S. 1289 ff.

schwankt, hängt ganz von der Wichtigkeit dieser Ware für die Wirtschaft ab. Wenn sich mehrere Warenpreise gleichzeitig ändern, so kann dies in der gleichen oder in entgegengesetzter Richtung erfolgen. Im ersteren Falle wird die Veränderung der allgemeinen Kaufkraft des Geldes verstärkt. Im letzten dagegen wird die Wirkung der schwereren Preisverschiebung auf die Kaufkraft abgeschwächt. Bei gleich schweren Veränderungen nach beiden Seiten werden sich die Wirkungen kompensieren und die Kaufkraft stabil bleiben. Erst eine Verschiebung des gesamten Preisniveaus zeigt, daß sich die allgemeine Kaufkraft des Geldes wesentlich geändert hat.

Das, sowohl vom Kreditor als auch vom Debitor übernommene Kaufkraftrisiko[5]) besteht also in der Gefahr, daß sich die Kaufkraft der nominell festgelegten Kreditsumme verändert. Diese Entwicklung kann nach beiden Seiten gehen. Steigt die Kaufkraft des Geldes während der Kreditfrist, dann muß der Kreditnehmer mehr Kaufkraft bei der Rückzahlung geben als er seinerzeit erhalten hat. Fällt die Kaufkraft dagegen, so bekommt der Kreditgeber weniger Kaufkraft zurück als er zu Beginn der Kreditfrist geleistet hat[6]).

Die eine Voraussetzung für das Auftreten des Kaufkraftrisikos im Kreditleben ist also die Veränderung des allgemeinen Preisniveaus, die das getreue Spiegelbild der schwankenden Kaufkraft des Geldes darstellt. Wenn und solange sich die Warenpreise nicht verändern, ebensolange kann ein Kaufkraftrisiko aus Geldbesitz oder aus, an nominelle Geldbeträge gebundene Vermögens- bzw. Schuldteilen nicht entstehen.

---

[5]) Wir haben bewußt den Ausdruck Kaufkraftrisiko gewählt, weil er uns der klarste zu sein scheint und nicht wie andere bereits für verschiedene, ähnliche Risiken in der Literatur benutzt ist, so daß deren Verwendung nicht eindeutig wäre (z. B. Geldwertrisiko, das für dieses Kaufkraftrisiko, aber auch für Schwankungen der inländischen Währung im Vergleich zu den Auslandswährungen gebraucht wird. Vgl. hierzu Hellauer, „Valutarisiko und Geldwertrisiko", in Z.f.B. Jahrg. 1927 S. 496 ff.).

[6]) Für jede Branche kann die Kaufkraft des Geldes eine andere Entwicklung nehmen. Gehen wir nun davon aus, daß für jeden Unternehmer die branchenmäßige Werterhaltung wesentlich ist, dann braucht ein Kaufkraftverlust des einen Kreditpartners durchaus kein entsprechender Kaufkraftgewinn beim anderen Partner zu bedeuten. Dies ist insbesondere dann nicht der Fall, wenn die Kreditpartner ihre Kaufkrafterhaltung nach verschiedenen Branchen messen, die während der Kreditfrist eine entgegengesetzte Preisentwicklung aufweisen. An dieser Stelle sollen nur die Voraussetzungen für das Eintreten von Kaufkraftrisiko im Kredit festgestellt werden. Der Unterschied und die Bedeutung von allgemeiner und spezieller Kaufkraftänderung wird weiter unten behandelt (S. 126 ff. und 180 ff.).

2. Die nominelle Bindung der Kredite.

Das Kaufkraftrisiko im Kredit hat aber noch eine zweite Voraussetzung. Es ist dies die feste Bindung der Kredite an nominelle Geldsummen. Die Kaufkraftänderung des Geldes könnte sich nämlich auf die Kredite nicht auswirken, wenn die Kreditsumme variabel gestaltet wäre und sich bei Kaufkraftsteigerung des Geldes nominell ermäßigen und bei Kaufkraftsenkung entsprechend nominell erhöhen würde. Der nominellen Bindung an Geldsummen ist naturgemäß eine starre Bindung an bestimmte Wareneinheiten, wie sie bei den Sachwertanleihen der Hochinflation üblich waren, gleichzuachten. Allerdings würde dann das Risiko nicht aus der Kaufkraftschwankung des Geldes, sondern aus den Wertschwankungen dieser Kreditware entstehen.

Heute ist der Anschluß der Kredite an starre Geldsummen üblich. Daher trifft das Kaufkraftrisiko grundsätzlich alle Unternehmer am Kreditmarkt und kann sich auf alle Kreditarten auswirken. Am wenigsten unterliegen seinem Einfluß die kurzfristigen Kredite. Je länger aber die Laufzeit der Kredite ist, um so stärker ist die Gefahr der Kaufkraftschwankung und um so größer kann auch die Veränderung der Kaufkraft sein. Allerdings kann hier auch die Tendenz umschlagen und die Kaufkraft sich wieder dem Stand vom Tage des Kreditbeginnes nähern oder gar auf ihn zurückkehren. Die in der Zeit geänderter Kaufkraft fällig werdenden Zinsbeträge unterliegen natürlich auch bei diesen Krediten den Auswirkungen der Kaufkraftschwankung des Geldes.

Im folgenden wollen wir nun untersuchen, welches die Entstehungsgründe der Verschiebungen des Preisniveaus und damit des Kaufkraftrisikos sind, wie es sich auf das Kreditleben und die Gesamtwirtschaft auswirkt, ferner ob und wie sich der einzelne und die Gesamtheit seinen Wirkungen entziehen kann.

b) Die Ursachen der Kaufkraftänderung des Geldes.

1. Der technische Fortschritt.

Wir hatten im vorigen festgestellt, daß das Kaufkraftrisiko bei nomineller Bindung der Kredite aus den allgemeinen Preisveränderungen der Waren entspringt. Zunächst gilt jetzt unsere Untersuchung den Gründen, die Preis- und damit Kaufkraftveränderungen verursachen können. Als erster Grund ist der technische Fortschritt zu nennen.

Durch immer neue Erfindungen und neue Herstellungsmethoden gelingt es in der Produktion der Industrie Kosten zu ersparen. Andererseits erhöht z. B. die steigende Verwendung von Kunstdünger in der Landwirtschaft die Ergiebigkeit des Bodens, so daß auch hier die Kosten der Produkte sinken. Weiterhin wirkt die Mechanisierung der Transportmöglichkeiten auf die im Preis enthaltenen Transportkosten ein. Ebenso können die Selbstkosten des Handels durch den technischen Fortschritt vermindert werden.

Jede dieser Einzelverbesserungen der Kostenlage gestattet ein entsprechendes Senken der Verkaufspreise. Das Zusammenklingen der verschiedenen Auswirkungen des technischen Fortschrittes ergibt dann — im großen gesehen — ein langsames, mehr oder weniger stetiges Abgleiten der Warenpreise in ihrer Gesamtheit, was eine entsprechende Steigerung der allgemeinen Kaufkraft des Geldes darstellt. Allerdings wirkt der technische Fortschritt in dem angegebenen Sinne nur auf weite Zeiträume und in einem wohltemperierten Maß. In Zeiten starker Weiterentwicklung wird sein Einfluß bedeutend größer sein als in stagnierenden Zeiten, wenn die Technik nur auf einzelnen Gebieten vorwärtsschreitet.

Im Kreditleben kommt diese Kaufkraftsteigerung kaum einmal zu empfindlichen Auswirkungen. Selten wird eine Kreditfrist von genügender Dauer sein, um eine durch den technischen Fortschritt allein eingetretene Kaufkraftänderung fühlbar werden zu lassen. Außerdem wird sie fast immer von den Bewegungen der aus anderen Ursachen entspringenden Kaufkraftänderungen übertönt, weil diese sich meist auf kürzere Zeiten und in weit stärkerem Maße auswirken.

2. Veränderungen des Geldumlaufes.

Die Ursachen für allgemeine Preisverschiebungen der Waren können auch in der Veränderung des Geldumlaufes liegen, wobei unter Geldmittel sowohl das Währungsgeld als auch das Kreditgeld zu verstehen ist. Der Zweck des Geldes ist Mittler im Kreislauf der Wirtschaft zu sein. In seiner Menge soll es sich organisch an die Weiterentwicklung der Wirtschaft anschließen. Es soll den Kreislauf[7]) von Kosten über Einkommen und Kauf der Produkte zu wieder Kosten in der normalen Wirtschaft ermöglichen, ohne die Verkehrsgleichung durch eine zu große oder zu geringe Geldmenge zu stören. Diese Forderung bedeutet durchaus kein Festklammern an eine vorhandene Geld-

[7]) Vgl. Schmidt, Kapitel „Der Kreislauf der Wirtschaft", in „Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre" (HHSch. ErgBd. S. 1300 ff.).

menge. Wird die Geldmenge vergrößert und das zusätzliche Geld dem Kostenfonds der Wirtschaft zugeführt, d. h. hierfür neue Güter produziert, dann bleibt das Gleichgewicht des Wirtschaftskreislaufes erhalten. Diese Kosten werden durch die Produktion zu Einkommen und können dann die zusätzlich erstellten Güter kaufen und bezahlen.

aa) Inflation.

Eine Vermehrung der Geldmenge außer Verhältnis zum Wirtschaftsvolumen ist dagegen Inflation. Sie hat meist ihre Ursache in einer Zwangslage des Staates, wenn dessen Einnahmen nicht zur Deckung der Ausgaben ausreichen. Können die Einnahmen nicht mehr erhöht und die Ausgaben nicht gedrosselt werden, dann heißt die ultima ratio: Vermehrung der Geldmittel mit Hilfe der Notenpresse. Die neuen Noten werden durch Beamtengehälter und Staatskäufe in die Wirtschaft gepumpt, vergrößern also den Einkommensfonds ohne gleichzeitige entsprechende Erhöhung der Gütermenge. Steht aber der gleichen Gütermenge ein höheres Einkommen gegenüber, dann steigen naturnotwendig die Preise der Güter. Preissteigerung bedeutet aber hier wie überall eine Senkung der Kaufkraft des Geldes. Bei der Inflation wirkt sich die Kaufkraftsenkung des Geldes in der Wirtschaft zunächst zögernd, nach Erkenntnis der Sachlage dann aber stark und mit fortschreitender Inflation immer schneller aus. Zuerst zeigen die lebensnotwendigen Waren und die Güter mit kurzer Produktionszeit die Steigerung, bald aber schließen sich mehr oder weniger alle Güter dieser Preisentwicklung an. Aus der anfänglichen Kaufkraftsenkung des Geldes einzelnen Waren gegenüber erwächst mit der Weiterführung der Inflation eine allgemeine, gleichmäßige Kaufkraftsenkung gegenüber sämtlichen Gütern. Wie uns die Erfahrungen der deutschen Hochinflation lehren, verliert das Geld immer mehr die Fähigkeit, seine Funktionen in der Wirtschaft auszuüben. Die Preise der Waren wurden zuletzt nicht mehr in Geldeinheiten ausgedrückt, sondern in Grundzahlen festgesetzt, deren Umrechnung in Mark erst mit Hilfe der Indexzahl des Verkaufstages erfolgte. Wäre die Papiermark nicht mit Zwangskurs ausgestattet gewesen, dann hätte sie auch ihre letzte Funktion als Tauschmittel noch verloren, nachdem sie den anderen durch die ungeheure Kaufkraftsenkung längst nicht mehr nachkommen konnte.

bb) Deflation.

Im Gegensatz zur Inflation ist die Verringerung des Geldumlaufes ohne Verhältnis zur Wirtschaftsentwicklung Deflation. Bewußte und freiwillige Deflation des Geldumlaufes kommt praktisch wohl kaum

vor. „Soweit sich zeigt, daß der Geldumlauf für die Bewältigung des Wirtschaftskreislaufs unzureichend wird ... ist dies in der Regel nichts als die Wirkung der Begrenzung des Geldumlaufs durch Deckungsvorschriften.“ [8]) Die Deflation wirkt sich entgegengesetzt der Inflation als Druck auf die Warenpreise aus. Zunächst werden die lebensunwichtigen Güter im Preise sinken, bald aber wird sich auch der anderen Güter dieselbe Tendenz bemächtigen. Die Folge ist ein allgemeines Absinken der gesamten Warenpreise [9]).

Umgekehrt geht naturgemäß die Entwicklung der Kaufkraft des Geldes. Bei Deflation wirkt sich demnach die Verringerung der Geldmittel in einer entsprechenden Steigerung der allgemeinen Kaufkraft der Geldeinheit aus.

3. Staatliche Zwangseingriffe in die Preisgestaltung.

Soweit wir sehen, stellt die staatliche allgemeine und zwangsweise Preissenkung durch die Notverordnung vom 8. Dezember 1931 ein vollständiges Novum in der Wirtschaftsgeschichte dar. Durch diese Notverordnung der Regierung Brüning wurde die deutsche Wirtschaft verpflichtet, ab 1. Januar 1932 alle Waren zu Preisen zu verkaufen, die um mindestens 10% unter den Verkaufspreisen vom 1. Juli 1931 lagen. Gleichzeitig wurden alle Löhne und Gehälter um denselben Hundertsatz gesenkt. Der Zweck dieser Aktion war der, auf dem so im Ganzen verminderten Preis- und Einkommensniveau das weitere Absinken der deutschen Wirtschaft in die Krise zu verhindern. In der amtlichen Verlautbarung zur Notverordnung heißt es, diese Preissenkung sei notwendig „wenn das klar erkannte und unverrückbar feststehende Ziel erreicht werden soll, nämlich die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft erneut zu stärken und die große Arbeitslosigkeit zu mindern“ [10]). Ob dies tatsächlich der einzig richtige Weg zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit war, soll hier nicht untersucht wer-

---

[8]) Schmidt, „Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre“ im Ergänzungsband der Handels-Hochschule S. 1336.

[9]) Wie bei allen Preisveränderungen kann auch hier die eine oder andere Ware aus irgendwelchen Gründen durchaus eine der Allgemeinheit entgegengesetzte Preisentwicklung erfahren. Diese Sonderbewegung ändert aber nichts an der Tatsache, daß das gesamte Preisniveau sinkt, die allgemeine Kaufkraft des Geldes also steigt. Bei großer Bedeutung für die Wirtschaft kann eine solche Ware die angeführte Tendenz wohl verlangsamen, nicht aber ins Gegenteil vorkehren.

[10]) Frankfurter Zeitung Nr. 917/18 vom 10. 12. 1931.

den[11]). Wichtig für unsere Untersuchung ist die Feststellung, daß durch diese zwangsmäßige Preissenkung aller Waren gleichzeitig eine entsprechende Kaufkraftsteigerung des Geldes eingetreten ist. Löhne und Gehälter wurden zum selben Zeitpunkt und im gleichen Umfang gesenkt und somit hier das Auftreten einer Diskrepanz vermieden. Nicht aber vermieden wurde die aus der Kaufkraftsteigerung resultierende Stärkung der wirtschaftlichen Stellung des Kreditgebers auf Kosten der Wirtschaftslage des Kreditnehmers. Die durch dieselbe Notverordnung dekretierte Zinsherabsetzung für langfristige Kredite[12]) sollte zwar nur eine Konversion der anormal hohen Zinssätze bedeuten, wirkte aber zu einem Teil tatsächlich als Minderung des Kaufkraftverlustes beim Kreditnehmer. Die Kreditsumme selbst wurde bei dieser Aktion in ihrer starren ursprünglichen Höhe belassen, in der auch die Rückzahlung erfolgen mußte[13]).

Immer wieder, wenn durch einen solchen Zwangseingriff des Staates die Warenpreise allgemein gesenkt oder erhöht werden, wird die Kaufkraft des Geldes reziprok zur Preisgestaltung verändert. Damit werden grundsätzlich auch die nominell gebundenen Kredite in ihrer Kaufkraft gestärkt bzw. geschwächt.

4. Preisverschiebungen im Konjunkturverlauf.

Die stärksten Veränderungen der Kaufkraft des Geldes in der Wirtschaft verursachen die Konjunkturen. Sie bringen in ihrem Aufschwung regelmäßig Preissteigerungen und in der Krise Preissenkungen der Realgüter mit sich. Um die Preisveränderungen im Konjunkturablauf klarstellen zu können, müssen wir uns zuerst kurz mit den Konjunkturen selbst und ihren einzelnen Entwicklungsphasen befassen[14]).

Wenn man das Wirtschaftsleben der auf hoher Wirtschaftsstufe stehenden Länder im vorigen und diesem Jahrhundert untersucht, so stellt man bei allen einen steten Wechsel fest von Zeiten des wirt-

---

[11]) Die nationalsozialistische Regierung ist bekanntlich ganz andere Wege gegangen, die aber zur wirklichen Entlastung des Arbeitsmarktes führten.

[12]) Vgl. hierzu weiter unten S. 167.

[13]) Abgesehen von der einen Ausnahme, daß die von Hypothekenbanken gewährten Kredite statt in Geld auch in Pfandbriefen derselben Anstalt zum Nennwert zurückgezahlt werden konnten. In diesem Fall ergab sich für den Kreditnehmer indirekt eine Kreditabwertung, da er diese Pfandbriefe an der Börse zu einem Unterparikurs erwerben konnte.

[14]) Vgl. hierzu besonders Schmidt, Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre, in der HHSch. ErgBd. S. 1285 ff.

schaftlichen Aufschwungs und solchen Zeiten, in denen diese Aufwärtsbewegung ins Stocken gerät und sogar in ein Absinken umschlägt. Nach kürzerer oder längerer Zeit beginnt dann wieder eine neue Aufschwungperiode der Wirtschaft. Dieses Aufsteigen und Abebben der Wirtschaftslage nennen wir Konjunktur. Erfaßt diese Wellenbewegung die gesamte Wirtschaft in allen ihren Teilen, so sprechen wir von Totalkonjunktur. Neben dieser allgemeinen Konjunktur, die sich auf ein Land beschränken oder auch mehrere Länder erfassen kann, können partielle Konjunkturen einzelner Branchen entstehen, die sich durchaus nicht in der Richtung der allgemeinen Konjunktur entwickeln müssen. Eine solche Teilkonjunktur kann sich, etwa durch eine Mode angeregt, aus der allgemeinen Wirtschaftslage herausheben und in rapidem Tempo eine ungeahnte Höhe erreichen, um, wenn sich inzwischen die Mode von dieser Branche abwendet, vielleicht in einen tiefen Abgrund zu stürzen, während die Gesamtwirtschaftslage noch immer in einer ruhigen und stetigen Aufwärtsentwicklung begriffen ist. Andererseits besteht aber auch die Möglichkeit, daß aus einer solchen Spezialkonjunktur ein allgemeiner Aufschwung der ganzen Wirtschaft und somit eine Totalkonjunktur erwächst. Der Ablauf der Konjunktur vom Anstieg über Hochschwung, Krise und Niedergang zu neuem Anstieg kann kurzwellig sein, kann sich aber auch über viele Jahre hinziehen. Er kann sich in stürmischem Auf und Ab mit großen Erschütterungen der Wirtschaft abspielen oder in scheinbar stetigem Aufstieg erfolgen, bis doch einmal die Stockung kommt. Diese Wellenbewegungen des Wirtschaftslebens sind immer vorhanden, gleichgültig, ob sie kurzfristig (Saison usw.) und somit klar ersichtlich oder ob sie Industriekonjunkturen und damit langwellig sind. Im letzten Fall kommt sie vielen Wirtschaftenden erst beim Übergang des Hochschwungs in die Krise zum Bewußtsein, während sie bisher an die Unendlichkeit der "prosperity" geglaubt haben[15]).

Hatten die bisher betrachteten Ursachen von Preisverschiebungen sich stets mehr oder weniger gleichmäßig auf alle Warenarten und damit auf das gesamte Preisniveau ausgewirkt, so stehen wir bei den Konjunkturen vor vielfältigen Entwicklungs- und Auswirkungsmöglichkeiten.

Wir führten schon an, daß zur gleichen Zeit mehrere Teilkonjunkturen im Wirtschaftsleben vorhanden sein können. Dies ist die Folge der verschiedenen Konjunkturursachen. Konjunkturen können entstehen aus Veränderungen der Produktivität, der Bevölkerung und

---

[15]) Ein typisches Beispiel hierfür ist die amerikanische Wirtschaft der Nachkriegszeit.

ihrer Bedürfnisse, des Geldumlaufes und des Verhältnisses von Kapital- zu Umsatzgütern. Hinzu kommen Krieg, Zwangseingriffe des Staates, Streiks oder Aussperrungen, ausnehmend gute oder schlechte Ernten und die Auswirkungen von Konjunkturen fremder Wirtschaften auf die eigene Volkswirtschaft usw.[16]). Jede dieser Ursachen kann gleichzeitig mit einigen oder allen anderen Ursachen wirksam werden und damit die ihrem Einflußkreis unterliegenden Teilmärkte der Wirtschaft verändern. Alle anderen an Bedeutung weit überragend sind aber die langwelligen Konjunkturverschiebungen, die mit der Entwicklung der Industrie zusammenhängend in der Literatur den Namen „Industriekonjunkturen" führen[17]). Die Industriekonjunktur entsteht im Gegensatz zu den oben angeführten kreislauffremden Konjunkturbewegungen aus der künstlichen Veränderung einer Seite der Verkehrsgleichung der Wirtschaft durch Fehlrechnung[18]). Sie beherrscht mit ihrem etwa sieben- bis zehnjährigen Wellenverlauf das gesamte Wirtschaftsleben. Allerdings ist auch ihr Einfluß nicht auf alle Teile der Wirtschaft gleichmäßig, sondern je nach der Konjunkturempfindlichkeit des betreffenden Teilgebietes verschieden stark.

Alle Konjunkturen wirken sich im Gütermarkt mengen- und preismäßig aus. Da wir die Kaufkraftänderung des Geldes darstellen wollen, interessieren uns vor allem die Preisbewegungen im Konjunkturablauf.

Nehmen wir einmal eine Wirtschaft an, in der keine anderen Konjunkturbewegungen vorhanden sind außer der Industriekonjunktur, die stets das gesamte Wirtschaftsleben erfaßt. Selbst unter dieser Voraussetzung wird der Einfluß der Industriekonjunktur auf die Preise der verschiedenen Warengruppen nicht einheitlich sein, trotzdem sie unserer Voraussetzung gemäß nicht von Gegenbewegungen gestört wird. Zunächst werden die Produktionsgüter andere, und zwar stärker schwankende Preise als die Verbrauchsgüter aufweisen. Der Grund liegt wohl in der größeren bzw. geringeren Konsumnähe dieser Gütergruppen.

---

[16]) Es ist hier nicht unsere Aufgabe, die Einzelkonjunkturen und ihre Ursachen zu untersuchen. Vgl. hierzu: Schmidt, „Betriebsw. Konjunkturlehre", in HHSch. ErgBd. S. 1285 ff. Wir wollen hier nur das Mit- und Gegeneinanderwirken der Teilkonjunkturen auf die Preisgestaltung untersuchen.

[17]) Vgl. Schmidt a. a. O. S. 1298.

[18]) Genauer gehen wir auf die Ursachen der Industriekonjunktur weiter unten ein, bei der Besprechung ihrer Bekämpfung durch die Tageswertrechnung S. 158 ff. Grundlegend hat sie Schmidt untersucht in „Industriekonjunktur — ein Rechenfehler", im Z.f.B. Jahrg. 1927 S. 1 ff. und in der „Betriebswirtschaftlichen Konjunkturlehre", in HHSch. ErgBd. S. 1285 ff., insbesondere S. 1362 ff.

Die Richtung der Preisentwicklung wird jedoch bei beiden Gruppen dieselbe sein. Höchstens an den Wendepunkten der Konjunktur kann die Tendenz der Preisbewegung für die eine Gruppe früher umschlagen, als es bei der anderen der Fall ist. Für kurze Zeit können dann die Preiskurven gegeneinander verlaufen bis der Tendenzumschwung auch die zweite Gruppe erfaßt hat.

Aber auch die Preiskurven der Produktions- und der Verbrauchsgüter sind bereits Mittelwerte der Preisentwicklung der einzelnen Waren dieser Gruppen. Je nach der Wichtigkeit für Leben und Wirtschaft wird die Preisveränderung der einzelnen Ware sich in Stärke und Schnelligkeit von derjenigen der anderen Waren unterscheiden. Immer jedoch wird die Preisbewegung — die Wirtschaft mit nur einer Konjunktur vorausgesetzt — nur in der einen, allgemeinen Richtung gehen können.

In der wirklichen Wirtschaft ist die Sachlage allerdings noch komplizierter. Durch das Nebeneinanderwirken verschiedener Konjunkturen kann die Preisentwicklung einer einzelnen Ware oder der Waren einer Branche nicht nur in Tempo und Ausmaß, sondern sogar in der Richtung von der allgemeinen Preisentwicklung abweichen. Im Aufschwung der Industriekonjunktur kann z. B. eine bestimmte Ware durchaus im Preise fallen etwa, weil die Bedürfnisveränderung der Bevölkerung ein Abwenden von dieser Ware mit sich bringt. Trotzdem wird und muß die allgemeine Preisveränderung in diesem Stadium der Industriekonjunktur steigende Tendenz aufweisen, entsteht und verstärkt sich die Industriekonjunktur doch aus den durch die steigenden Preise der Waren hervorgerufenen Scheingewinnen in der Wirtschaft [19]). Haben die Teilkonjunkturen und die hiervon betroffenen Waren oder Warengruppen eine große Bedeutung für die Wirtschaft, dann werden sie durch ihr Gewicht zwar nicht die Tendenz der Preisentwicklung umbiegen, ihr Tempo und ihr Ausmaß aber durchaus hemmend beeinflussen können. Prinzipiell trifft das Gesagte auch mit umgekehrten Vorzeichen auf Depression und Krise, die Stadien absteigender Konjunktur zu. Allgemein sinken in diesen Zeiten die Preise, wenn auch einzelne Preise aus Sonderkonjunkturen heraus sich auf der bisherigen Höhe halten oder darüber hinaus gar noch steigen können.

Wie immer bedeutet auch hier eine Preissteigerung eine entsprechende Kaufkraftminderung und eine Preissenkung eine demgemäße Kaufkrafterhöhung des Geldes. Zu unterscheiden haben wir allerdings bei den Konjunkturen Kaufkraftänderungen des Geldes ein-

---

[19]) Vgl. Schmidt, Betriebswirtschaftliche Konjunkturlehre a. a. O. S. 1443 ff.

zelnen Gütern, Gütergruppen und der Gesamtheit der Güter gegenüber. Diese verschiedenen Kaufkraftveränderungen des Geldes können sich gleichmäßig, in derselben Richtung mit verschiedener Stärke oder gar in entgegengesetzter Richtung entwickeln. Aus allen Einzelbewegungen bildet sich als Mittelwert eine Kaufkraftbewegung des Geldes allen Realgütern gegenüber. Diese „allgemeine" Kaufkraftänderung des Geldes ist die für das gesamte Kreditleben wesentliche, ist doch der Kredit als Angelpunkt der ganzen Wirtschaft organisch mit allen Wirtschaftszweigen verbunden und durch seine Freizügigkeit jederzeit an der Gesamtentwicklung interessiert.

5. Zusammenwirken der einzelnen Ursachen.

Im vorigen haben wir versucht, die verschiedenen Ursachen, sowie die Art und Stärke ihrer Auswirkungen auf die Kaufkraftänderung des Geldes aufzuzeichnen. Kurz zusammengefaßt sind es im einzelnen:

Der technische Fortschritt. Er hat eine mehr oder weniger gleichmäßige Kaufkraftsteigerung zur Folge, die sich nur in größeren Zeiträumen merkbar auswirken kann.

Inflation ist notwendig mit einer Kaufkraftsenkung verbunden, deren Stärke ganz von dem Ausmaß der Inflation abhängig ist. Allerdings ist zu beachten, daß die Kaufkraftsenkung der beginnenden Inflation leicht zum Anlaß einer verstärkten Inflation wird und das Abstoppen derselben mit dem weiteren Fortschreiten immer schwieriger wird.

Deflation bedeutet dagegen stets eine Kaufkraftsteigerung des Geldes, die um so größer sein wird, je stärker sich die Deflation bemerkbar macht.

Die staatlichen Zwangseingriffe in die Preisgestaltung wirken plötzlich und in demselben Maß als Kaufkraftänderung des Geldes, wie eine Preisveränderung der Waren erfolgt. Werden die Preise erhöht, dann verringert sich die Kaufkraft; werden die Preise dagegen ermäßigt, so wird die Kaufkraft gesteigert.

Die uneinheitlichste Ursache für Kaufkraftänderungen sind die Konjunkturen. Sie können kurz- oder langwellig sein und demgemäß die Preise und reziprok hierzu die Kaufkraft in kürzeren oder längeren Zeiträumen verändern. Im Ansteigen der Konjunktur sinkt die Kaufkraft des Geldes im selben Ausmaß, wie die Preise steigen; in der Krise dagegen schnellt die Kaufkraft den Preisermäßigungen entsprechend in die Höhe. Da sich aber zur selben Zeit im Wirtschaftsleben neben der Industrie- als Totalkonjunktur meist noch andere, Spezialkonjunkturen auswirken, wird sich die Kaufkraft des Geldes auf den ein-

zelnen Warenmärkten durchaus uneinheitlich entwickeln und event. gegenteilige Tendenz zeigen.

Haben wir bisher die einzelnen Ursachen der Kaufkraftänderung des Geldes isoliert untersucht, so müssen wir jetzt ihr Zusammenwirken im wirklichen Wirtschaftsleben betrachten. Alle die angeführten Quellen der Kaufkraftverschiebungen können nämlich gleichzeitig fließen mit Ausnahme von Inflation und Deflation, die sich gegenseitig ausschließen. Nicht nur zusammenwirken können die einzelnen Ursachen, sondern sich auch wechselseitig beeinflussen. Aus einer Teilkonjunktur entwickelt sich leicht eine Teilkonjunktur benachbarter Wirtschaftsgebiete oder gar eine Totalkonjunktur der Gesamtwirtschaft. Die deutsche Preissenkung durch Notverordnung und auch die amerikanische Inflation erfolgten ausdrücklich, um die Wirtschaft aus der Lethargie der Krise aufzurütteln und einen Konjunkturaufschwung herbeizuführen[20]). Andererseits kann die Wellenbewegung der Konjunktur den Anlaß zu neuem technischen Fortschritt geben usw.

Auch wenn eine gegenseitige Beeinflussung nicht stattfindet, werden sich die aus den verschiedenen Ursachen entstehenden Einzelbewegungen der Kaufkraft bei jeder Ware summieren. Gehen sie in einer Richtung, dann werden sie sich verstärken; laufen sie entgegengesetzt, so wird die stärkere Bewegung durch den Einfluß der schwächeren in ihrer Wirkung abgebremst. Bei gleichstarken Tendenzen nach oben und unten wird der bisherige Stand als Mittelwert beibehalten.

Auf die einzelne Ware bezogen, werden somit die Einzelbewegungen der Kaufkraft zu einer einheitlichen Linie verquickt. Läuft die Kaufkraftverschiebung des Geldes bei allen Waren parallel, dann ist ihre Veränderung im Gesamtgütermarkt dieselbe wie jeder einzelnen Ware gegenüber. In der Praxis wird dies aber nie der Fall sein. Denn wie jede Ware den Wirkungen der Ursachen der Kaufkraftänderung, insbesondere den Teilkonjunkturen in einem anderen Maße ausgesetzt ist, wird auch die Preis- und damit die Kaufkraftentwicklung bei jeder Ware eine andere sein. So ist die Kaufkraftbewegung des Geldes einer Warengruppe gegenüber ein Mittelwert aus der Kaufkraftentwicklung bei den einzelnen Waren dieser Gruppe. Die Bewegung der Kaufkraft des Geldes der Gesamtgüterwelt gegenüber kann daher naturgemäß ebenfalls nur ein Mittelwert aus den einzelnen Kaufkraftverschiebungen sein. Da aber jeder Wirtschaftende aus der organischen Verbundenheit mit der Gesamtwirtschaft direkt oder indirekt

---

[20]) Wenn dies auch nicht immer gelingt, so ist eine Wechselwirkung doch durchaus möglich.

mit allen Warengruppen in Berührung kommt und er als Geldbesitzer jederzeit in der Lage ist, seine Tätigkeit von einer Branche zur anderen zu verlegen, ist für ihn die allgemeine Kaufkraftveränderung des Geldes der Gesamtheit der Realgüterwelt gegenüber wesentlich.

c) Die Auswirkungen der Kaufkraftänderung des Geldes.

Die Auswirkungen der Kaufkraftänderung des Geldes ist eine sehr verschiedene für die Gesamtwirtschaft und für die Einzelwirtschaftenden, je nach der Stellung des Betroffenen im Wirtschafts- und Kreditleben. Für jeden Wirtschaftenden ist allein wesentlich seine Stellung im Gütermarkt. Sein Besitz an Geldmitteln ist für ihn nur soweit wichtig, als und solange sie ihm die Möglichkeit bieten, sich mit ihrer Hilfe Eigentum an Realgütern zu verschaffen. Diese Grundtatsache wird von der Allgemeinheit meistens verkannt, weil im Wirtschaftsleben scheinbar alles nur von einem möglichst großen Besitz an Geldmitteln abhängt.

In früheren Zeiten wurde die Währungseinheit als einzig feststehender Wert in der Wirtschaft angesehen, um den die Werte aller Güter schwankten. Von diesem Irrglauben hat uns die deutsche Inflation mit grausamer Deutlichkeit geheilt. Was nutzte der Besitz einer Million Mark im Jahre 1923, während man einige Jahre vorher mit einer Million Mark eine nur wenigen Wirtschaftenden zustehende Macht im Gütermarkt besaß. Den alleinigen Grund dieser Geldentwertung glaubte man im Abgehen von der Golddeckung gefunden zu haben. Dies führte zur Wiederaufrichtung der Goldwährung um die Jahreswende 1923/24. Da das Geld damit „wertbeständig" an das Gold gebunden war, glaubte man in Zukunft allen Kaufkraftveränderungen des Geldes entronnen zu sein — wenigstens solange die Deckungsvorschriften beachtet wurden.

Die Entwicklung der Wirtschaft in den letzten Jahren zeigte uns jedoch deutlich, daß auch der Wert der Goldmark gegenüber der Güterwelt nicht feststehend ist. Es ist nicht so, daß sich die Preissteigerungen einer Warengruppe normalerweise durch Preisermäßigungen anderer Gruppen kompensieren würden. Im Gegenteil sind alle Warenpreise im Durchschnitt von 1928 bis 1933 um etwa 25—40% gefallen. In der Zeit von Januar 1931 bis Dezember 1932 betrug der Preissturz fast genau 20% des Preisstandes von Anfang 1931[21]). Mit

[21]) Wenn wir einmal den Großhandelsindex als Pegel der gesamten Preisbewegung ansehen. Er fiel von 115,2 im Januar 1931 auf 92,4 im

derselben nominellen Geldsumme — etwa einer Banknote von 100 RM. — konnte man Ende 1932 daher um 25% mehr Güter erwerben als zwei Jahre früher. Die wirtschaftliche Stellung des Noteninhabers hatte sich ohne wirtschaftliche Leisung seinerseits bedeutend verbessert.

Auch der umgekehrte Fall ist im heutigen Wirtschaftsleben durchaus denkbar. Nehmen wir einmal an, ab heute steigen die Preise der Güter allgemein und erreichen innerhalb zwei Jahren ein um 20% höheres Preisniveau, womit die Kaufkraft des Geldes im entsprechenden Ausmaß sinkt. Nehmen wir weiter an, daß jemand ein laufendes, in einer nominell gebundenen Summe Reichsmark festgelegtes Einkommen bezieht, dessen Höhe genau das derzeitige Existenzminimum ausmacht. Im Laufe der nächsten zwei Jahre wird dann sein „wertbeständiges" Einkommen unter der gemachten Voraussetzung immer mehr unter die Grenze des Existenzminimums sinken und er selbst langsam, aber sicher dem Untergang entgegengehen. Nominell ist seine heutige Stellung im Wirtschaftsleben zwar gewahrt, tatsächlich wird ihm jedoch mit der Verringerung der Kaufkraft des Geldes die Lebensmöglichkeit genommen. Soll er nicht untergehen, dann wird man sein Einkommen nominell erhöhen, d. h. wirtschaftlich erhalten müssen, oder er wird der Wohlfahrt zur Last fallen.

1. Kaufkraftsteigerung.

Besonders einschneidend wirkt sich die Kaufkraftänderung des Geldes im Kreditleben aus. Als erstes betrachten wir die Kaufkraftsteigerung und ihre Folgen auf die wirtschaftliche Stellung der einzelnen Kreditpartner und auf die Gesamtwirtschaft.

aa) Kreditgeber.

Der Wirtschaftende, der als Kreditgeber auftritt, „besitzt ein Geldkapital, einen für seinen Bedarf in gegenwärtiger und laufender Zeit überschüssigen Geldvorrat, und will diesen so verwenden, daß er sich das Wertkapital bewahren, aber von der Nutzung desselben durch eine laufende Zeit hindurch ein Einkommen beschaffen will"[22]). Einfach ausgedrückt soll dies besagen: Sinn und Zweck des Kredites vom Standpunkt des Kreditgebers ist Werterhaltung des Kapitals und zwischenzeitlicher Zinsgenuß von demselben in ebenfalls wertbestän-

---

Dezember 1932, also um 22,8 Punkte, d. s. 19,91% des Standes vom Januar 1931.

[22]) Knies, Geld und Credit I S. 86.

diger Form. Es kann sich hierbei keinesfalls um das Anklammern an eine nominelle Geldsumme, sondern nur um die tatsächliche Werterhaltung des Kapitals in seiner Stellung zum Gütermarkt handeln. Denn jenes andere ist in Wirklichkeit gar keine Werterhaltung, weil der Wert der Geldeinheit den Gütern gegenüber, wie wir gesehen haben, gar nicht stabil ist. Bei der nominellen Gebundenheit aller Kredite an eine bestimmte Geldsumme ist die Werterhaltung des Kreditkapitals nur dann und so lange möglich, als sich die Kaufkraft des Geldes nicht verändert. Nur in diesem Falle nämlich erhält der Kreditgeber an den Fälligkeitsterminen der Zinsen stets die gleiche Menge an Kaufkraft und ebenso am Ende der Kreditfrist mit Rückzahlung der Kreditsumme ebensoviel Kaufkraft zurückerstattet, als er seinerzeit bei der Kredithergabe geleistet hat.

Wir wollen nun sehen, wie es sich in Wirklichkeit mit der Wertbeständigkeit des Kreditkapitals unter den Verhältnissen der letzten Jahre verhält, und zwar greifen wir die Zeit von Januar 1931 bis Januar 1933 heraus.

Wenn wir einmal den deutschen Großhandelsindex, und zwar in seiner Form des Gesamtindexes aller Warengruppen als allgemein gültigen Maßstab für die gesamte Preisentwicklung annehmen, dann ist das Preisniveau von Januar 1931 bis April 1933, wie die folgende Tabelle zeigt, dauernd gesunken[23])[24]):

	1931	1932	1933
Januar	115,2	100,0	91,0
April	113,7	98,4	90,7
Juli	111,7	95,9	
Oktober	107,1	94,3	

Um die Veränderungen seit 1931 ersehen zu können, müssen wir naturgemäß den Index im Januar 1931 mit 100 ansetzen und die Indexzahlen entsprechend umrechnen[25]):

	1931	1932	1933
Januar	100,0	86,8	79,0
April	98,7	85,4	78,6
Juli	97,0	83,2	
Oktober	93,0	81,9	

[23]) Der deutsche Großhandelsindex geht von den Preisen des Jahres 1913 als Grundlage aus. Daher Indexzahl 1913 = 100.

[24]) Um die Tabellen nicht zu groß und unübersichtlich zu gestalten, wurden nur die Zahlen der ersten Monate in jedem Vierteljahr eingesetzt.

[25]) Vgl. Schaubild 15.

Die Kaufkraft des Geldes hat sich dann entsprechend der angeführten Preisentwicklung wie folgt geändert[26]):

	1931	1932	1933
Januar	100,0	115,2	126,6
April	101,3	117,1	127,2
Juli	103,1	120,2	
Oktober	107,5	122,2	

Nehmen wir nun an, im Januar 1931 wurde ein Kreditgeschäft abgeschlossen über 100 RM auf zwei Jahre zu 6% Zinsen p. a. postnumerando zahlbar. Die Leistung des Kreditgebers betrug also im Januar 1931 100 RM = 100 Kaufkraftpunkte. Der Kreditnehmer zahlte vertragsgemäß im Januar 1932 6 RM Zinsen. Durch die inzwischen eingetretene Kaufkraftsteigerung der Reichsmark hatten diese 6 RM aber nicht nur den Wert von 6, sondern den Wert van 7,963 Kaufkraftpunkten. Mit weiter steigender Kaufkraft hatten die im Januar 1933 fälligen 6 RM Zinsen einen Wert von 9,616 Kaufkraftpunkten. Die vertragsmäßig zurückbezahlte Kreditsumme von 100 RM stellte im Januar 1933 eine Kaufkraft von 126,6 dar. Der Kreditgeber hat demnach über die Werterhaltung des Kreditkapitals und die gewollten Zinsen hinaus innerhalb zweier Jahre einen Zuwachs von 32,179% der eingesetzten Kaufkraft erfahren. Man könnte nun auf dem Standpunkt stehen, daß diese Entwicklung für den Kreditgeber günstig und somit nicht zu beanstanden sei. Gewiß, dem eigennützigen und kurzsichtigen Kreditgeber wird z u n ä c h s t dieser Zuwachs an Kaufkraft sehr angenehm sein.

bb) K r e d i t n e h m e r.

Doch sofort entsteht die große Frage: Wird der Kreditnehmer wirtschaftlich überhaupt in der Lage sein, bei einer solchen Kaufkraftsteigerung des Geldes sowohl die ausgemachten Zinsen als auch die fälligwerdende Kreditsumme auszuzahlen. Er wird dann, und zwar aus seinem Vermögen zahlen können, wenn der Kreditbetrag nur gering im Verhältnis zu seinem Eigenkapital ist. Arbeitet er dagegen weitgehend mit Kreditmitteln bei verhältnismäßig geringem eigenen Kapital, dann wird ihm die Zahlung sehr schwer fallen oder gar unmöglich sein. Erwirtschaften wird er bei dieser Kaufkraftentwicklung die Zinsen und das Rückzahlungsagio[27]) keinesfalls. Welche wirtschaft-

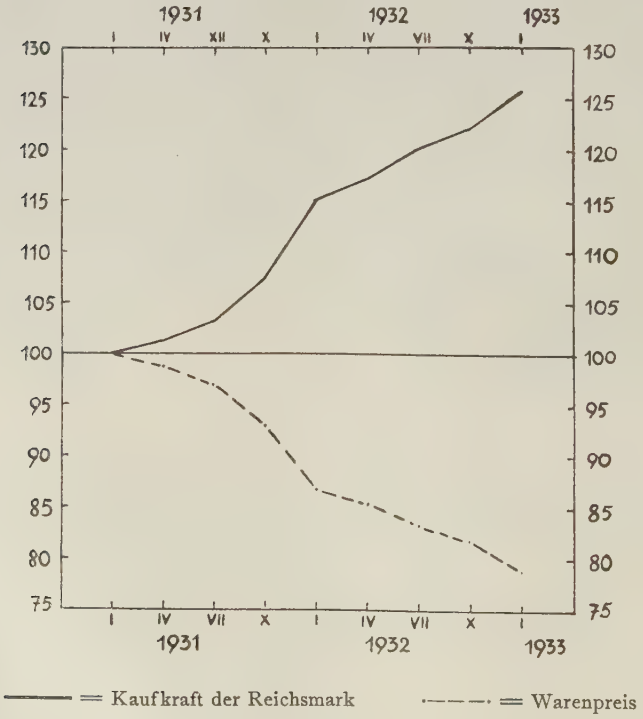
[26]) Vgl. Schaubild 15.

[27]) Nominelles Rückzahlungsagio entsteht hier zwar nicht, wohl aber ein Agio in Kaufkraft. 100% Kaufkraft hat der Kreditnehmer erhalten und muß 126,6% zurückzahlen.

Schaubild 15.

Entwicklung der Kaufkraft der Reichsmark und der Warenpreise in den Jahren 1931 und 1932 sowie im Januar 1933.

(Nach dem Großhandelsindex des Statistischen Reichsamtes, umgerechnet auf Basis: Januar 1931 = 100.)



liche Tätigkeit wäre in der Lage, bei dauernd fallenden Preisen der Waren innerhalb zweier Jahre 44% mehr an Kaufkraft[28]) zu erbringen?

Für den Kreditnehmer sind die Folgen der Kaufkraftsteigerung des Geldes mithin katastrophal. Wie bereits angeführt, muß er den Kredit teilweise aus seinem eigenen Vermögen zurückzahlen. Ist er hierzu nicht in der Lage, dann versucht er an anderer Stelle neuen Kredit zu erlangen, um den bisherigen Kredit abtragen zu können. Gelingt ihm auch das nicht, so muß er die Zahlungen einstellen. In den meisten Fällen werden dann die vorhandenen Güterwerte die Schuldverpflichtungen nominell bei weitem nicht decken, trotzdem vielleicht der Kredit nur zu deren Anschaffung verwendet worden ist.

cc) Gesamtwirtschaft.

Tritt der zuletzt angeführte Fall ein, dann kehrt sich die Kaufkraftsteigerung nicht nur gegen den Kreditnehmer, sondern auch gegen den zuerst scheinbar begünstigten Kreditgeber. Die Kaufkraftsteigerung wird Anlaß zu zusätzlichem Vertrags-Erfüllungs-Risiko aus der Kreditverwendung. Im Konkurs des Kreditnehmers wird der Gläubiger auf einen Teil der nominellen Kreditsumme verzichten müssen, und dieser Verzicht wird bei der in dieser Situation üblichen Verschleuderung der Vermögenswerte meist bedeutend größer sein, als der Zuwachs an Kaufkraft ausmachte. Der Enderfolg ist demnach auch für den Kreditgeber ein effektiver Verlust an Kaufkraft. Tatsächlich sind dann beide Kreditpartner Leidtragende der Kaufkraftsteigerung, und zwar sowohl in ihrer nominellen als auch in ihrer wirklichen Stellung in der Wirtschaft.

Wenn aber zwei große Wirtschaftsgruppen Schaden nehmen, dann muß auch die Gesamtwirtschaft leiden. Die Krise der Industriekonjunktur als Ursache der Kaufkraftsteigerung des Geldes wird durch ihre eigenen Auswirkungen weiter verstärkt. Soweit die Kreditausfälle nur nominell sind, die wirtschaftliche Stellung des Kreditgebers also nicht benachteiligt ist, weil er dieselbe Kaufkraft zurückerhält, werden Scheinverluste ausgewiesen, die ebenso wie die wirklichen Verluste im Konkursfall die Kreditlage versteifen und den Einkommensfonds verkürzen. Wenn der Kreditnehmer dagegen den nominellen Kredit ganz zurückzahlt, muß dies zum Teil aus seinem Vermögen erfolgen. Diesem wirklichen Verlust beim Debitor steht ein entsprechender Gewinn

---

[28]) 26,6% Kaufkraftzuwachs an der Kreditsumme plus 7,963 + 9,616% der gewährten Kaufkraft als Zinsen; zusammen 44,18%.

beim Kreditor gegenüber. Während aber der Verlust des Kreditnehmers stets ausgewiesen wird, sieht der in der nominellen Rechnung befangene Kreditgeber seine Einkommenssteigerung überhaupt nicht und läßt sie daher dem Konsum nicht zugute kommen. Hinzu kommt, daß Geldmittel, die bisher dem Kreditmarkt zur Verfügung standen, aus Furcht vor Verlusten in den Strumpf wandern und damit der wirtschaftlichen Nutzung entzogen werden. So wird ihre eigene Wirkung zur Ursache einer weiteren Verschärfung der Krise, und die Wirtschaft wird immer tiefer in den Abgrund gerissen.

Hier sehen wir die Verflechtung der einzelnen Risikokomplexe im Kredit. Durch die Kaufkraftsteigerung des Geldes ist die nominell gebundene Kreditsumme, auch bei 100%iger Deckung am Zeitpunkt der Kredithergabe, am Ende der Kreditfrist nur mehr zu einem mit steigender Kaufkraft immer geringer werdenden Teil gedeckt. Es zeigt sich die ganze Unzulänglichkeit der Sicherung nomineller Kreditsummen durch reale Deckung. Wenn man Kredit überhaupt durch Realgüter sichern zu können glaubt, dann muß man sich unbedingt vom nominellen Denken abwenden und mit — nomineller[29]) — Wertverminderung der Kreditverwendung auch den Kredit entsprechend — nominell — vermindern. Absolut und relativ ist dann die tatsächliche Stellung im Gütermarkt und damit in der wirklichen Wirtschaft erhalten geblieben. Etwaige noch auftretende Verluste sind dann eine Folge des mit der Kreditgewährung übernommenen Vertrags-Erfüllungs-Risikos.

2. Kaufkraftsenkung des Geldes.

Um die Wirkungen einer Kaufkraftsenkung des nominellen Geldes für das Kreditleben der Wirtschaft aufzuzeichnen, könnten wir auf die tatsächlichen Erfahrungen der deutschen Inflation zurückgreifen. Wir tun dies jedoch aus zwei Gründen nicht: Einmal hoffen wir, daß uns eine solch außerordentlich große Kaufkraftsenkung für alle Zukunft erspart bleiben wird. Zum anderen wollen wir die Wirkungen der, insbesondere im Wellenverlauf der Industriekonjunktur dauernd drohenden Kaufkraftveränderung des Geldes untersuchen. Die Nachinflationszeit zeigte bisher keine genügende Kaufkraftsenkung des Geldes, um an ihr die Auswirkungen demonstrieren zu können. Für die Vorkriegszeiten stehen uns nur Jahresdurchschnittswerte[30]) zur

[29]) Natürlich nur soweit es eine nominelle Wertverminderung, also keine spezielle Wertverminderung dieser Kreditverwendung über den Rahmen der allgemeinen Kaufkraftsteigerung des Geldes hinaus, darstellt.

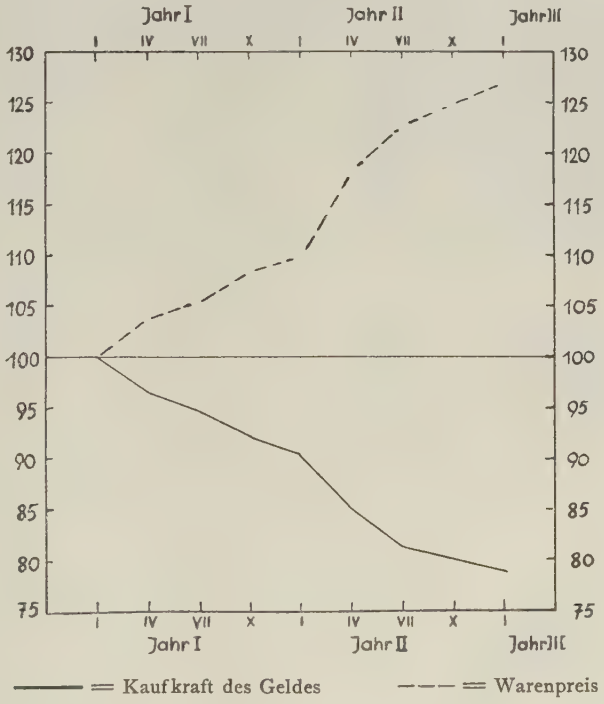
[30]) Vgl. Schaubild 17.

Schaubild 16.

Entwicklung der Kaufkraft des Geldes und der Warenpreise in den Jahren I und II und im Januar des Jahres III.

Beispiel einer Kaufkraftsenkung des Geldes, konstruiert als Umkehrung der Kaufkraftsteigerung der Reichsmark von Januar 1931 bis Januar 1933.

Vgl. hierzu Seite 130 ff.



Verfügung, während wir hier die Werte für bestimmte Zeitpunkte benötigen. Wir konstruieren daher ein Beispiel und nehmen an, daß in den drei Jahren I, II und III genau die umgekehrte Preisentwicklung der Jahre 1931—1933[31]) vor sich gehen wird. Die Preissenkungen dieser Krisenjahre würden also in der Aufschwungszeit einer neuen Konjunktur von genau entsprechenden Preissteigerungen abgelöst.

Die Preise werden sich dann wie folgt entwickeln:

	Jahr I.	Jahr II.	Jahr III.
Januar	91,0	100,0	115,2
April	94,3	107,1	
Juli	95,9	111,7	
Oktober	98,4	113,7	

Die Preise des Ausgangszeitpunktes = 100 eingesetzt ergeben entsprechend für

	Jahr I.	Jahr II.	Jahr III[32]).
Januar	100,0	109,9	126,6
April	103,6	117,7	
Juli	105,4	122,7	
Oktober	108,1	124,9	

Die Kaufkraft des Geldes entwickelt sich demgemäß[33]):

	Jahr I.	Jahr II.	Jahr III.
Januar	100,0	91,0	79,0
April	96,5	85,0	
Juli	94,9	81,4	
Oktober	92,5	80,1	

Das unserer Betrachtung zugrunde liegende Kreditgeschäft soll wieder wie dasjenige bei Untersuchung der Kaufkraftsteigerung am 1. Januar des Jahres I zu 6% Jahreszinsen, zahlbar am 1. Januar der Jahre II und III abgeschlossen sein. Die Kreditsumme beträgt 100 RM und ist am 1. Januar III in derselben nominellen Höhe zurückzuzahlen.

Wenn nun der Kreditnehmer alle Leistungen vertragsgemäß erbringt, dann wird er zwar nominell 6% Zinsen zahlen, in die erhaltene Kaufkraft umgerechnet aber am 1. Januar II = 4,969% und am 1. Ja-

---

[31]) Vgl. die Tabellen auf S. 130f., die die Preis- und die Kaufkraftentwicklung der RMK. in dieser Zeit darstellen. Schaubild 15 stellt dasselbe graphisch dar.

[32]) Vgl. Schaubild 16.

[33]) Dargestellt auf Schaubild 16.

nuar III gar nur 3,745%. Die Rückzahlung der 100 RM bedeutet entsprechend am Rückzahlungstermin nur 79% der ursprünglichen Kaufkraft.

aa) Kreditgeber.

Wir sehen also, daß der Versuch des Kreditgebers, den Wert des Kapitals zu erhalten, vergebens war. Im Laufe der Kreditfrist erhält er wohl die ausgemachten Zinsen und an deren Ende auch die ausgeliehene nominelle Kreditsumme zurück. In Wirklichkeit aber stellen Zinsen plus zurückgezahltes Kapital nur 87,714% der bei Kreditgewährung gegebenen Kaufkraft dar. Das Kreditgeschäft ist für den Kreditgeber somit ein effektives Verlustgeschäft[34]), denn seine Stellung im Gütermarkt ist am 1. Januar III um rund 12,3% schwächer, als sie am 1. Januar des Jahres I gewesen ist. Hätte der Kreditgeber diese Mittel damals statt im Kredit- im Gütermarkt angelegt, dann hätte er — im Durchschnitt — seine Stellung behaupten können. Man wird vielleicht sagen, daß ihm recht geschieht, denn er habe arbeitsloses Einkommen beziehen wollen und deshalb statt der kaufmännischen oder industriellen Tätigkeit die Kredithergabe gewählt. Wie aber, wenn der Kredit zur Abwicklung eines Warengeschäftes gehört? Nehmen wir an, der Verkäufer von 100 Stück einer Ware à 1 RM kann den Kaufpreis von 100 RM nur unter den Bedingungen dieses Kreditgeschäftes hereinbekommen. Wenn er nun Zinsen und Kreditsumme sofort nach Erhalt wieder in dieser Ware anlegt, dann erhält er statt 100 keine 88 Stück zurück ohne eventuellen Umsatzgewinn[35]). Verhängnisvoll ist vor allem, daß die nominelle Rechnung dem Kreditgeber diesen tatsächlichen Verlust von mehr als 12% nicht aufzeigt, sondern ihn einen Scheingewinn von 12% = den in zwei Jahren erhaltenen Zinsen errechnen läßt. Bei Werterhaltung des Kapitals glaubt er so in den beiden Jahren ein Einkommen von je 6% erlangt zu haben und er wird nicht zögern, dieses „Einkommen" dem Konsum zuzuführen.

---

[34]) Vgl. auch Mahlberg, „Kapitalleitung und Arbeitslosigkeit", Leipzig 1931, S. 5, wo er auf die Kaufkraftänderung des Währungsgeldes eingeht.

[35]) Voraussetzung hierfür ist natürlich eine gleiche Entwicklung der Preise dieser Ware mit der allgemeinen Preistendenz. Aber auch wenn sie im Ausmaß abweicht, ist das Ergebnis ein ähnliches. Nur ein nominelles Gleichbleiben oder eine allen anderen Preisen gegenüber entgegengesetzte Preisentwicklung dieser einen Ware könnte den Kreditgeber vor Schwächung der relativen Stellung in seinem Branchenmarkte bewahren.

bb) Kreditnehmer.

Wird die Stellung des Kreditgebers durch die allgemeine Kaufkraftsenkung des Geldes geschwächt, so muß die Stellung seines Kontrahenten, des Kreditnehmers entsprechend gestärkt werden. Tatsächlich ist der Kreditnehmer in unserem Beispiel in der Lage, den Kredit und die Zinsen für den Kauf von 100 Stück einer Ware mit dem Verkauf von nur 88 Stück derselben Ware abzudecken — ohne Berücksichtigung eines eventuellen Umsatzgewinnes, der für unsere Betrachtung vollkommen ausschalten muß. Mit anderen Worten: Für das zweijährige Nutzungsrecht an der Kreditsumme zahlt der Kreditnehmer gar nichts, im Gegenteil erhält er hierfür sogar noch eine Prämie von über 12% in Kaufkraft.

Gleichgültig, ob der Kreditnehmer nun mit Anschaffungs- oder mit Tageswerten rechnet, immer wird er ein Einkommen von 12,286% errechnen. Für ihn ist es auch wirkliches und echtes Einkommen, sofern diese Güter der Spekulation dienten und nicht zu den Substanzwerten seiner Unternehmung gehören. Im letzten Fall müßten sie nämlich sofort wieder neu beschafft werden, um die Substanz zu erhalten[36]). Dieses Einkommen entspringt aber nicht aus einer wirtschaftlichen Tätigkeit seinerseits, sondern aus der zufälligen Tatsache, daß im Zeitraum dieser Kaufkraftsenkung des Geldes seine Schuld nominell gebunden ist und seine Vermögenswerte in Realgütern bestehen, die am Gelde gemessen eine Wertsteigerung erleben.

cc) Gesamtwirtschaft.

Wir haben gesehen, daß dem echten Gewinn des Kreditnehmers ein ebenso großer echter Verlust des Kreditgebers gegenübersteht. Für die Gesamtwirtschaft ist demnach eine tatsächliche Vergrößerung des Einkommens aus dem Kreditgeschäft nicht entstanden. Trotzdem wird der Debitor — für sich persönlich durchaus berechtigt — ein Einkommen von 12,286% errechnen und entsprechend dem Konsum zuführen. Der Kreditor müßte demgemäß einen Verlust in der gleichen Höhe als Minuseinkommen ausweisen. Mit Hilfe der nominellen Rechnung aber glaubt er statt dessen sogar ein Einkommen in Höhe der Zinseinnahmen feststellen zu können und hat auch keine Bedenken, dieses „Einkommen" zu verzehren.

Für die Gesamtwirtschaft wird somit der wirkliche Einkommensfonds künstlich erhöht durch dieses Scheineinkommen des Kreditgebers. Darüber hinaus wird der Fonds indirekt dadurch weiter erhöht, daß

[36]) Vgl. Schmidt, Die organische Tageswertbilanz, 3. Aufl. Leipzig 1929, S. 226.

der Verlust des Kreditgebers, in Höhe des echten Gewinnes beim Kreditnehmer, nicht als Minuseinkommen ausgewiesen und dem Konsum entzogen wird. Die Folge dieser Vergrößerung des Einkommenfonds bei unveränderter Warenmenge ist ein weiteres Steigen der Preise. Dies führt zu neuen Scheingewinnen und zu neuen Scheineinkommen und damit zur Verstärkung des konjunkturellen Aufschwungs. Das steile Aufwärtsstreben der Wirtschaft auf der Grundlage der errechneten Scheingewinne scheint immer höher zu führen. Doch einmal entstehen aus den für diese Zeit typischen Betriebserweiterungen und Neuinvestitionen Kapitalknappheit, hohe Zinsen und somit hohe Kosten, während die Preissteigerungen bei dem Überangebot an Realgütern nicht mehr Schritt halten. Dann bricht das ganze Kartenhaus zusammen und der Optimismus der Aufschwungszeit macht dem tiefen Pessimismus der Krise Platz. So trägt der Anstieg der Industriekonjunktur bereits den Keim der Krise in sich und muß mit Naturnotwendigkeit zu dieser hinführen[37]).

Schuld an der Industriekonjunktur ist die Errechnung der Scheingewinne und die hieraus resultierende künstliche Erhöhung des Einkommenfonds in der Wirtschaft. Die Scheingewinne ihrerseits entstehen in Industrie und Handel aus der Anschaffungswertrechnung und im Kreditleben aus der nominellen Gebundenheit der Kredite bei steigenden Preisen und damit sinkender Kaufkraft des Geldes. Umgekehrt entstehen in der Krise Scheinverluste bei sinkenden Warenpreisen, die steigende Kaufkraft des nominellen Geldes zur Folge haben.

3. Erfolgt eine selbsttätige Heilung der Auswirkungen durch spätere Kaufkraftentwicklung in entgegengesetzter Richtung?

Die Warenpreis- und damit Kaufkraftänderungen des Geldes können durch die Weiterentwicklung ganz oder zum Teil wieder ausgeglichen werden. Manchmal liegt diese Berichtigungstendenz schon in der Veränderung selbst begründet. So wird die Kaufkraftsenkung der steigenden Konjunktur immer wieder von einer Kaufkraftsteigerung in der Krise abgelöst. Das Zusammenwirken der verschiedenen Ursachen der Kaufkraftänderung ergibt auch auf die Dauer gesehen einen steten Wechsel von Kaufkraftsteigerung und -senkung. Deutlich können wir das aus den Indexziffern der deutschen Großhandelspreise von 1851 bis 1933[38]) ersehen. Abgesehen von den Spitzen nach oben

[37]) Vgl. hierzu die grundlegende Arbeit: Schmidt, Industriekonjunktur — ein Rechenfehler, Z.f.B. 1927 S. 1 ff.

[38]) Vgl. Schaubild 17. Nach Wagemann, Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft S. 398/99 und der Wirtschaftskurve Jahrg. 1931 S. 435,

und unten erscheint in diesem Zeitraum jeder Preisstand mehrere Male. Der an sich willkürlich gewählte Normalsatz 1913 = 100[39]) wurde 12 mal, die Indexziffer 93 gar 19 mal erreicht und wieder verlassen.

Die Tatsache des Wiederkehrens derselben Kaufkraft des Geldes in irgendeinem späteren Zeitpunkt gibt Anlaß zu folgender Stellungnahme weiter Kreise: Zwar seien die Kaufkraftänderungen des Geldes nicht zu leugnen, diese Schwankungen für das Kreditleben aber unerheblich, weil sie sich früher oder später von selbst berichtigen würden. Der Gläubiger gewinne einmal durch die Kaufkraftsteigerung der nominellen Kreditsumme und verliere dies wieder bei der nächsten Kaufkraftsenkung. Umgekehrt hole der Schuldner den Nachteil der Kaufkraftsteigerung durch den Vorteil bei der Senkung wieder auf. Für die Partner am Kreditgeschäft würden sich die Schwankungen der Kaufkraft auf die Dauer ausgleichen und diese somit für das Kreditleben keine nachteiligen Folgen haben.

Dieser Einwand ist jedoch unrichtig. Einmal lassen sich die mittelbaren Folgen der Kaufkraftänderung: die Konjunkturbewegungen der Wirtschaft und die Verluste auf Grund des vergrößerten Vertrags-Erfüllungs-Risikos nicht nachträglich durch eine Wiederherstellung der ursprünglichen Kaufkraft ungeschehen machen. Zum andern setzen die Vertreter dieses Einwandes stillschweigend voraus, daß ein Gläubiger immer seine Gläubigerstellung wahrt und niemals zum Schuldner wird; umgekehrt muß der Schuldner stets Schuldner sein und bleiben. Auch die Meinung wird vertreten, daß in der Kaufkraftsteigerung der Kredite während der letzten Jahre im großen nur eine verspätete Korrektur des Kaufkraftschwundes der Inflationskredite zu sehen sei. Abgesehen von dem ganz anderen Ausmaß dieser beiden Kaufkraftveränderungen (Ermäßigung auf etwa $^1/_{1000\,000\,000\,000}$[40]) in der Inflation und eine Steigerung von $^1/_3$ bis $^2/_5$ in den Jahren 1928—1932) dürfen wir nicht vergessen, daß ganze Gläubigergruppen der Vorkriegszeit gerade durch die Inflation diese Stellung in der Wirtschaft verloren haben und heute zum großen Teil Schuldner sind. So sind sie bei beiden Entwicklungen

---

1932 S. 468, 1933 S. 422. Die Ziffern der Inflationsjahre sind für den Kredit nicht verwertbar, weil sie die Kaufkraft in Goldmark darstellen, während die Kredite auf Papiermark lauteten und somit eine viel geringere Kaufkraft darstellten.

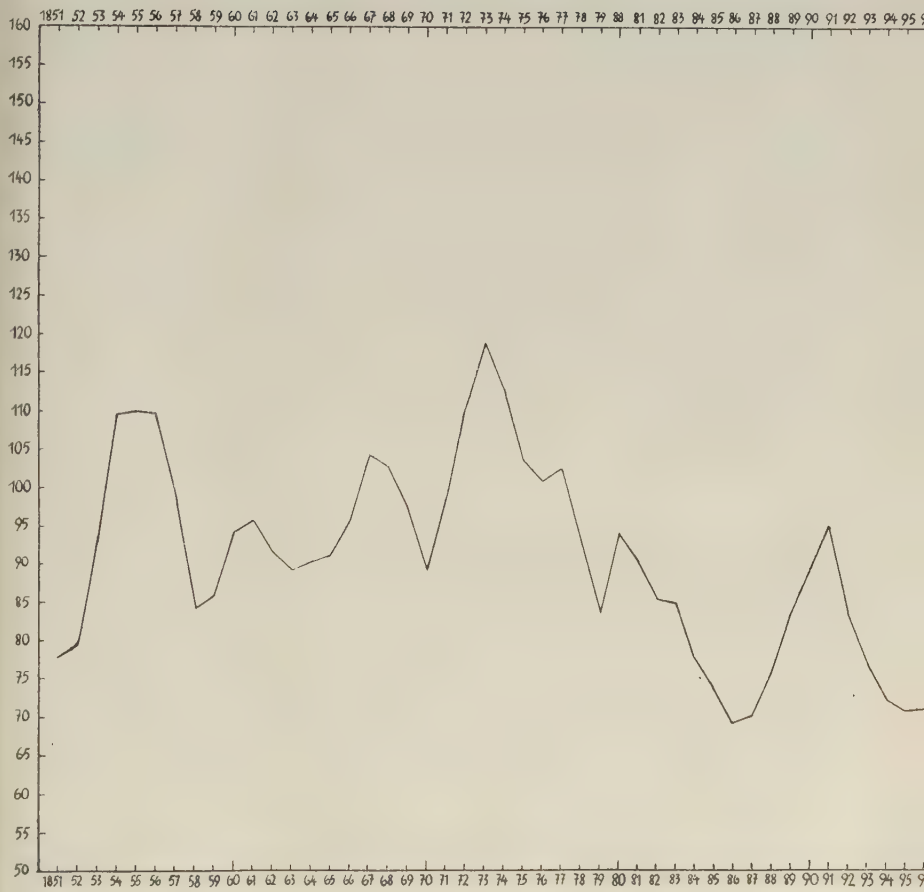
[39]) An und für sich ist ein Normalpreisstand für die Wirtschaft überhaupt nicht zu bestimmen. Man hat den Preisstand von 1913 als letzten Vorkriegswert = 100 gesetzt. Ebensogut hätte man den Stand jedes anderen Jahres zum Ausgangspunkt 100 nehmen können.

[40]) Soweit die Kredite nicht der Aufwertung unterlagen. Auch die aufgewerteten Kredite verloren infolge der Kaufkraftsenkung der nominellen Goldmarkbeträge etwa $^5/_6$ (25% der ursprünglichen Summe beim Großhandelsindex 135—140) bis $^{10}/_{11}$ (bei 12%iger Aufwertung).

Schaubild 17.

Indexziffern der Großhandelspreise (in Gold) v

1913 = 100 (Jahresdur



*) Nach dem Statistischen Reichsamt sind die Zahlen von 1851 bis 1930 Weltwirtschaft", Berlin o. J., S. 398/99; für 1931—33 errechnet auf Grund der i

die Leidtragenden. Ebenso ist der umgekehrte Fall denkbar, daß stark verschuldete Unternehmer mit Hilfe der Inflation ihre Schulden abschütteln und sich in den folgenden Jahren eine Gläubigerstellung schaffen konnten. Statt eines Ausgleiches profitierten sie beide Male — unter unserem Vorbehalt — von der Kaufkraftentwicklung des Geldes. Wie wir sehen, ist die Auffassung von dem selbsttätigen Ausgleich der nachteiligen Folgen der Kaufkraftveränderungen nur ein schöner Traum.

d) Möglichkeiten des einzelnen Unternehmers, sich den Auswirkungen des Kaufkraftrisikos zu entziehen durch

1. das Prinzip der Wertgleichheit.

Wir haben die Auswirkungen des Kaufkraftrisikos auf die einzelnen Kreditpartner und auf die Entwicklung der Gesamtwirtschaft kennengelernt und gesehen, daß eine selbsttätige Heilung der nachteiligen Folgen nicht eintritt. Bei den Einzelwirtschaften haben wir mittelbare und unmittelbare Folgen des Kaufkraftrisikos unterschieden. Unmittelbar geht der Kreditnehmer das Risiko der Kaufkraftsteigerung und der Kreditgeber dasjenige der Kaufkraftsenkung der nominellen Kreditsumme ein. Die mittelbare Folge der Kaufkraftänderung ist eine Verstärkung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos aus der Kreditverwendung.

Ist nun ein Unternehmer gleichzeitig Kreditor und an anderer Stelle Debitor in der gleichen nominellen Höhe, dann muß sich für ihn das Kaufkraftrisiko ausgleichen. Als typisches Beispiel hierfür gelte eine Bank, die ihr ganzes Eigenkapital in Realgütern (Anlagen usw.) angelegt und die gesamten ihr zur Verfügung gestellten Gelder in Krediten ausgeliehen hat. Aber auch der Unternehmer in Industrie und Handel wird normalerweise sowohl unter seinen Aktiven (Kasse, Bank, Postscheck, Wechsel, Debitoren) als auch unter seinen Passiven (Kreditoren) nominell gebunden Geldwerte vorfinden. Gelingt es ihm, das Prinzip der Wertgleichheit der Aktiv- und Passivgeldwerte restlos durchzuführen, wozu allerdings nicht nur die absolute Höhe, sondern auch die Harmonie der Fälligkeitstermine gehört, dann wird er sich restlos den unmittelbaren Auswirkungen des Kaufkraftrisikos entziehen können.

Damit hat er aber nicht die mittelbaren Folgen dieses Risikos ausgeschaltet. Sie bestehen in der Möglichkeit, daß die Kaufkraftänderung des Geldes Anlaß zu verstärktem Vertrags-Erfüllungs-Risiko wird. Dann nämlich, wenn der Schuldner des Unternehmers nicht in der Lage

war, für sich die Wertgleichheit durchzuführen und er bei Kaufkraftsteigerung die nominelle Kreditsumme nicht vertragsgemäß zurückzahlen kann. In den meisten Fällen dieser Art wird dem Unternehmer dann neben dem nominellen Verlust, der durch die Kaufkraftsteigerung der Restsumme aufgehoben wird, auch ein effektiver Verlust an Kaufkraft entstehen. Wie ist es aber, wenn der Debitor den Kredit mit einem nominellen Nachlaß zurückzahlt, der genau der Kaufkraftsteigerung entspricht? Dann erleidet zwar der Unternehmer an diesem Kredit — in Kaufkraft gesehen — keinen Verlust. Aber für ihn wird jetzt das Prinzip der Wertgleichheit zum Verhängnis, das ihm eigentlich eine Sicherung gegen das Kaufkraftrisiko hatte sein sollen. Er muß nämlich an seine Kreditoren die volle nominelle Kreditsumme, also erhöhte Kaufkraft zurückzahlen. Dieser Mehraufwand an Kaufkraft stellt dann für ihn einen effektiven Kaufkraftverlust dar.

Unter bewußter Beschränkung auf das erreichbare Ziel — Ausschaltung der unmittelbaren Auswirkungen des Kaufkraftrisikos — wäre die Durchführung des Prinzips der Wertgleichheit in der Wirtschaft sehr wertvoll. Über die tatsächlichen Verhältnisse in der Praxis unterrichtet uns u. a. die Arbeit Lieboners[41]). Dieser untersucht die Bilanzen von acht repräsentativen Unternehmungen verschiedener Branchen durch 10 Jahre. Bei diesen 80 Bilanzen sehen wir, wie wenig doch die Wertgleichheit praktisch durchgeführt worden ist[42]). In 36

[41]) Lieboner, Wertgleichheit und Konjunktur nach Vorkriegsbilanzen, Diss. Frankfurt 1926.

[42]) Die Geldwerte der Aktivseiten gegenüber den kurzfristigen Geldwerten der Passivseiten der Bilanzen (diese = 100) sind nach Lieboner a. a. O. S. 37, 45, 53, 60, 67, 74, 81, 89:

Jahr	Bad. Anil. Soda (I)	Scheidemandel (II)	Adler (III)	Fuchswaggon (IV)	Zellstoff-Waldhof (V)	Buntpapier Aschaffenburg (VI)	Kammgarn-Spinnerei (VII) Stöhr & Co.	Bremer Wollkämmerei (VIII)
1904	186,6	505,0	111,9	59,8	220,2	251,0	265,1	66,7
1905	222,0	337,0	294,6	31,6	315,9	271,0	191,8	54,4
1906	225,0	208,4	323,7	52,8	182,4	433,3	241,3	73,6
1907	144,4	128,2	145,9	41,0	161,1	358,0	487,4	80,3
1908	205,9	34,9	127,9	42,8	72,7	101,3	713,6	165,5
1909	211,0	99,0	141,2	157,6	112,6	98,9	654,7	139,6
1910	212,2	261,0	166,5	220,5	126,4	114,2	766,1	95,5
1911	233,9	197,0	264,8	105,3	115,3	110,9	921,8	84,4
1912	219,1	105,0	197,8	49,8	170,6	114,5	531,6	95,9
1913	152,5	51,0	234,4	120,0	109,4	105,9	292,2	78,4

Fällen (45%) betrugen die Aktivgelder entweder weniger als die Hälfte oder mehr als das Doppelte der Passivgeldwerte; nur 9 von 80 Bilanzen zeigen ein Verhältnis von 90 bis 110 Geldwerte der Aktivseite zu 100 der Passivseite, entsprechen also in etwa den Anforderungen der Wertgleichheit. Andererseits kamen aber Fälle vor, bei denen auf der Aktivseite mehr als das Sieben- bis Neunfache der Passivgeldwerte verzeichnet war[42]). Ähnliche Verhältnisse fand der Verfasser bei der Untersuchung der in der Arbeit von Kehrein[43]) angeführten Bilanzwerte von Unternehmen der Großeisenindustrie durch 35 Jahre. Von den 265 Bilanzen führten nur 15 (5,66%) das Prinzip der Wertgleichheit annähernd durch, nämlich 90—110 Aktiva zu 100 Passiva. 133 (50%) Bilanzen zeigten unter den Aktiven mehr als das Doppelte oder weniger als die Hälfte Geldwerte wie auf der Passivseite, verstießen also in außerordentlichem Maße gegen das Prinzip der Wertgleichheit. Bei den untersuchten Bilanzen betrug der höchste Aktivgeldwert 4761,44%, der niedrigste 10,84% der gleichzeitigen Passivgeldwerte[44])[45]).

Im Gegensatz zur Industrie ist aus den Bankbilanzen der letzten Jahre eine sehr weitgehend durchgeführte — wenigstens nominelle — Wertgleichheit zu erkennen[46]). Allerdings wurde bei den Banken häufig die zur Wertgleichheit gehörende Harmonie der Kreditfristen außer acht gelassen. Als Folge ist dann trotz der formellen Wertgleichheit in den Bilanzen die deutsche Bankenkrise eingetreten.

---

[43]) Kehrein, Konjunktureinflüsse in der Großeisenindustrie, Diss. Frankfurt a. M. 1930.

[44]) Alle diese Prozentsätze sind errechnet auf Grund der bei Kehrein a. a. O. Tabelle XVIII a—c (Anlage) angeführten Bilanzwerte.

(Vgl. die Tabelle S. 144.)

[45]) Zwar stammen alle diese Bilanzen aus der Vorkriegszeit, doch zeigen Industriebilanzen des Jahres 1933 ebensolche Diskrepanzen zwischen Aktiv- und Passivgeldwerten (z. B. Auto-Union 49 Aktiv zu 100 Passiv, in Frankfurter Zeitung Nr. 10 vom 1. 3. 1934 und I. G. Farbenindustrie 407,98 Aktiv zu 100 Passiv in Frankfurter Zeitung Nr. 218 vom 1. 5. 1934). Einschränkend ist zu beachten, daß aus Bilanzen nicht immer die wirklichen Verhältnisse zu ersehen sind. Trotzdem kann wohl gesagt werden, daß nur bei verschwindend wenigen Bilanzen die Wertgleichheit durchgeführt ist und sich dies nur zufällig ergeben hat. Immer schwanken die Verhältnissätze von Jahr zu Jahr, mitunter außerordentlich stark. — Lieboner stellt in seiner Arbeit den Aktivgeldwerten nur die kurzfristigen Passivgeldwerte gegenüber. Richtiger wäre wohl, nur das der Unternehmung vom Gläubiger unkündbare oder langfristig gewährte Fremdkapital dem Realkapital zuzurechnen und die übrigen fremden Mittel zu den Geldwerten der Passivseite zu zählen. Zum mindesten hätte L. die im nächsten Jahr fällig werdenden Tilgungsquoten unter Passivgeldwerte aufnehmen müssen, statt sie zu den Realwerten zu rechnen.

[46]) Nach den regelmäßig in der Frankfurter Zeitung erschienenen Zahlen der Zwischen- und Jahresbilanzen.

Verhältnis der Aktivgeldwerte zu den Passivgeldwerten (diese = 100) in Bilanzen der Großeisenindustrie[4]).

Jahr	Kaufkraftentwicklung des Geldes A[1])	Kaufkraftentwicklung des Geldes B[2])[3])	Bochumer Verein (I)	Phoenix (II)	Rheinische Stahlwerke (III)	Dortmunder Union (V)	Oberschles. Eisenbahn-Bedarf (VI)	Bismarckhütte (VII)	v. d. Zypen (VIII)	Vereinigte Königs-Laura-
1879/80	+		88,71[4])	116,21	161,79	89,08	77,9	104,8	35,19	2 400
80/81	+		141,00	94,31	266,63	130,57	50,c8	66,11	—,—	338
81/82	+		125,33	116,24	392,64	117,7	131,07	245,14	53,01	306
82/83	+		183,44	167,94	716,1	186,62	47,88	251,0	13,7	91
83/84	+		284,2	118,02	541,4	145,86	137,47	322,3	12,05	62
84/85	+	+	302,6	116,82	719,5	97,53	47,33	145,9	12,27	597
85/86	+	+	323,27	135,77	707,05	153,35	368,96	200,9	11,96	287
86/87	—	—	263,14	143,46	716,67	96,7	396,62	241,7	10,84	594
87/88	—	—	158,17	128,4	1 926,53	114,55	525,61	933,33	16,7	1 523
88/89	—	—	83,18	101,49	98,98	167,25	938,25	1 177,42	74,57	1 190
1889/90	—	+	130,76	154,43	92,00	150,89	48,93	85,8	186,89	448
90/91	—	+	93,96	213,72	126,91	193,18	77,28	513,04	173,23	181
91/92	+	+	146,00	175,51	166,86	135,41	85,45	276,62	195,98	198
92/93	+	+	129.37	155,66	156,56	67,15	124,69	110 27	224,56	186
93/94	+	+	136,11	129,23	275,98	56,16	336,76	107,48	339,36	243
94/95	+	—	146,01	145,45	117,42	36,69	106,09	613,99	515,0	689
95/96	—	—	150,48	122,28	126,12	199,51	110,22	706,77	427,73	530
96/97	—	+	146,31	147,67	143,71	144,76	4 761,44	208,14	508,62	517
97/98	—	—	160,42	204,52	127,1	157,01	2 144,0	590,62	760,83	435
98/99	—	—	235,68	190,99	439,2	54,91	3 261,76	344,94	608,67	340
1899/1900	—	—	188,32	151,22	523,13	37,49	4 462,5	104,78	206,92	349
00/01	+	+	129,68	74,54	108,23	21,91	140,42	618,75	239,59	330
01/02	+	+	154,47	79,38	94,65	46,91	276,19	696,93	396,07	275
02/03	+	+	214,05	111,34	260,81	51,26	386,6	804,65	313,31	264
03/04	—	+	197,05	141,12	222,9	121,46	396,09	691,5	284,76	109
04/05	—	—	177,73	142,51	141,59	78,41	416,73	563,71	245,94	275
05/06	—	—	210,57	144,32	305,63	104,94	349,05	452,22	186,27	275
06/07	—	+	125,25	180,04	238,22	71,96	272.44	418,08	281,32	173
07/08	+	+	278,79	147,09	148,04	51,65	333,0	171,94	429,3	258
08/09	+	+—	289,7	167.77	98,66	79,88	332,63	252,83	343,09	135
09/10	+	+	365,01	194,95	366,65	44,28	285,07	94,07	242,71	110
10/11	—	—+	245,28	174,35	461,5	—,—	291,61	61,84	385,69	136
11/12	—	—	112,3	181,2	306,4	—,—	515,54	62,23	259,85	142
12/13	+	+	249,46	189,17	262,16	—,—	471,99	87,09	251,13	119
13/14	—		76,58	165,41	278,29	—,—	247,34	90,48	157,47	128

[1]) A = Kaufkraftsteigerung des Geldes im Gesamtgütermarkt entsprechend den Zahlen des Großhandelsindexes des Statistischen Reichsamtes nach Wagemann, Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft, Berlin o. J., S. 398/99 = +, umgekehrt: Kaufkraftsenkung des Geldes = —.

[2]) B = Kaufkraftsteigerung des Geldes den Erzeugnissen der Großeisenindustrie gegenüber = +, Kaufkraftsenkung entspricht = —. Berechnet auf Grund der bei Kehrein a. a. O. S. 82/83 angegebenen Preise.

[3]) A und B fallen in den meisten Fällen zusammen; die Kaufkraft des Geldes stieg und fiel also meist gleichzeitig sowohl der Gesamtheit der Güter als auch den Erzeugnissen der Großeisenindustrie gegenüber. Bei + sind größere Aktivgeldwerte, bei — größere Passivgeldwerte günstig.

[4]) Sämtliche Zahlen in dieser Tabelle berechnet nach Kehrrein a. a. O. im Anhang, Tabelle XVIII a—c.

Aus dieser Gegenüberstellung ersehen wir, wo die Schwierigkeiten für die Wertgleichheit bei Industrie und Handel liegen. Während die Banken neben ihren Anlagen und Beteiligungen[47]) nur mit Geldwerten zu tun haben, kommen für Industrie und Handel als Hauptvermögenswerte nur Realgüter in Frage. Schon bei deren Eingang in die Unternehmung erscheinen auf der Aktivseite Realwerte, während die passiven Gegenposten Geldwerte darstellen. Außerdem entsteht durch die wirtschaftliche Tätigkeit in diesen Unternehmen ein dauernder Übergang von Realgütern in Geldwerte und umgekehrt. Dadurch ist es sehr viel schwieriger, selbst bei bewußtem Streben die Wertgleichheit zu erreichen oder gar dauernd zu erhalten. Dies wird auch der Grund sein, warum in den untersuchten Bilanzen das Verhältnis von Aktiv- zu Passivgeldwerten von Jahr zu Jahr stark schwankt. Dieses Streben nach der Wertgleichheit müßte dazu führen, daß für alle Realwerte, die die Unternehmung dauernd benötigt, nur Eigenkapital bzw. nur solches Fremdkapital benutzt wird, das der Unternehmung „kaufkraftbeständig" zur Verfügung steht.

Häufig wird allerdings ein bewußtes Abweichen von dem Prinzip der Wertgleichheit durchaus im Interesse des einzelnen Unternehmens liegen. In Zeiten steigender Kaufkraft des Geldes wird es nämlich dem spekulativen Unternehmer ratsam erscheinen, mehr nominell gebundene Vermögenswerte und bei sinkender Kaufkraft größere nominell gebundene Schuldwerte zu haben, um aus der jeweiligen Kaufkraftänderung Gewinne in Kaufkraft einzuheimsen. Aber dieses Gebaren kann sich leicht gegen den Spekulanten wenden. Hat er bei steigender Konjunktur große Kredite aufgenommen, so entsteht die Frage, ob er sie im Hochschwung bei der niedrigsten Kaufkraft des Geldes durch Abstoßen der entsprechenden Realgüterwerte zurückzahlen kann. Wenn dies nicht möglich ist, gerät er nämlich in die Krise mit steigender Kaufkraft des Geldes und schlechter Absatzmöglichkeit der Realwerte. Die untersuchten Bilanzen zeigen auch kein konsequentes Handeln nach diesem Prinzip (außer Unternehmung IV bei Lieboner. — VII und VIII als Wollfirmen hatten Spezialkonjunkturen aufzuweisen). So liegen z. B. alle Fälle, in dem die Aktivgeldwerte mehr als das Zehnfache der Passivgeldwerte betragen, mit einer einzigen Ausnahme in Zeiten steigender Preise, also ein Überwiegen der Passivgeldwerte günstig gewesen wäre[48]). Auch die Kauf-

[47]) Beteiligungen sind in diesem Sinne, ebenso wie das Eigenkapital keine Geld-, sondern Realgüterwerte, da sich ihr Geldwert nicht nach der nominellen Höhe, sondern ganz nach den Wirtschaftsverhältnissen der Unternehmung richtet, bei der die Beteiligung besteht.

[48]) Vgl. die beiden Tabellen S. 142 u. 144.

kraftsenkung der deutschen Inflation bot Gelegenheit zu solchen spekulativen Kreditaufnahmen zum Zwecke des Ankaufs von „Sachwerten". Bei der Liquidation der Inflation in den Jahren nach 1923 zeigte sich dann, daß sehr viele dieser sogenannten Sachwerte in Wirklichkeit gar nicht verwertbar waren. Ein Gutes hätte allerdings ein allgemeines Streben nach Vermehrung der Geldschulden im Konjunkturanstieg. Aus der dann stark vergrößerten Nachfrage würde sich der Kreditmarkt schnell versteifen und durch die hieraus resultierende Zinssteigerung das Tempo und die Höhe des Konjunkturanstieges abschwächen.

Umgekehrt könnten große Kreditangebote aus Hoffnung auf Kaufkraftsteigerung zu Beginn der Krise die Wirtschaftslage erleichtern und das Absinken weitgehend aufhalten. Aber der Umstellung von der Schuldnerposition des Konjunkturanstieges zur Gläubigerstellung für die Zeit des konjunkturellen Niederganges stehen ziemliche Schwierigkeiten entgegen. Der Wendepunkt der Konjunktur, die Zeit des Hochschwungs ist nämlich durch starke Verknappung der Geldseite der Wirtschaft gekennzeichnet. Dies erschwert das Abstoßen der Realgüter und deren Umwandlung in nominell gebundene Vermögenswerte. Hiergegen könnte man einwenden, daß der Warenverkauf nicht gegen bar zu erfolgen braucht, sondern der Verkauf auf Kredit bereits die nominelle Bindung herstellt. In dieser Zeit pflegen aber die Unternehmer in Käufen von Realgüterwerten vorsichtig zu sein, und bereitwillige Käufer auf Kredit werden meist mit starkem Vertrags-Erfüllungs-Risiko belastet sein. Außerdem treten jetzt die mittelbaren Folgen der Kaufkraftsteigerung stark in den Vordergrund[49]), die dem spekulativen Unternehmer an seinen Krediten leicht größere Verluste zufügen, als er aus der nominellen Kaufkraftsteigerung gewinnen kann.

Im ganzen gesehen ist also das Prinzip der Wertgleichheit das gesundere gegenüber der Spekulation auf Kaufkraftänderung des Geldes. Soweit es praktisch durchführbar ist, kann es den Unternehmer immer vor den unmittelbaren Auswirkungen des Kaufkraftrisikos schützen, ja bei restloser Durchführung bei allen Unternehmungen in der gesamten Wirtschaft würde es das Kaufkraftrisiko aus dem Kreditleben ausmerzen können.

---

[49]) Hierunter ist die Verstärkung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos aus der Kreditverwendung zu verstehen. Die mit dem Kredit erworbenen Realgüterwerte decken nicht mehr die nominelle Kreditsumme und der Schuldner kann die vertragsmäßige Leistung nicht erbringen.

2. Übernahme des Kaufkraftrisikos gegen Berechnung einer Risikoprämie im Zins.

Die bewußte Übernahme eines Risikos erfolgt im Kreditleben normalerweise gegen Berechnung einer entsprechenden Risikoprämie. Am ausgeprägtesten ist dies beim Vertrags-Erfüllungs-Risiko, wo sich z. B. die gleichzeitigen Unterschiede in den Zinssätzen bei gleichartigen Krediten an verschiedene Kreditnehmer stets auf die Risikoprämie zurückführen lassen. So ist es für die Partner des Kreditgeschäftes grundsätzlich auch möglich, das Kaufkraftrisiko gegen eine Risikoprämie als Selbstversicherer zu übernehmen.

Voraussetzung für die praktische Durchführbarkeit ist allerdings eine möglichst genaue Schätzung des im Einzelfall wirklich einzugehenden Kaufkraftrisikos. Dies ist aber mit großen Schwierigkeiten verbunden. Zunächst ist die voraussichtliche Richtung der Kaufkraftänderung des Geldes zu ermitteln, da sich die Kaufkraft sowohl steigern als auch vermindern kann. Abgesehen von Zwangseingriffen in die Wirtschaft wird die Richtung außer an Wendepunkten meist ziemlich sicher aus der Entwicklung der allerletzten Zeit und aus der derzeitigen Wirtschaftslage zu erkennen sein. Eine gute Hilfe hierbei können die Diagnosen des Institutes für Konjunkturforschung bieten. Für die Jahre 1926 bis Anfang 1931 sind sie kurz bei Wagemann[50]) angeführt. Vergleichen wir diese mit der Kurve des amtlichen Großhandelsindexes derselben Zeit, so können wir feststellen, daß sie für die nähere Zukunft meist auch auf die Preisentwicklung zutreffen[51]). An Wendepunkten, etwa in der Zeit des Hochschwungs und am Tiefpunkt der Krise im Verlauf der Industriekonjunktur aber wird die kommende Kaufkraftbewegung des Geldes selbst in der Richtung nicht mit Sicherheit geschätzt werden können.

Wenn diese Klippe glücklich überwunden ist, tritt das eigentliche Problem der Erkenntnis des Ausmaßes und des Tempos der Kaufkraftveränderung auf. Diese erfolgt nie gleichmäßig über längere Zeiträume, sondern stets mehr oder weniger sprunghaft. Je stärker die Wirtschaft und die Warenpreise gebunden sind, um so unregelmäßiger und sprunghafter werden sich die Preise und damit die Kaufkraft des Geldes ändern. Daher wird zu Beginn der Kreditfrist nie mit einiger Sicherheit das tatsächliche Ausmaß der Kaufkraftänderung für

---

[50]) Wagemann, Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft, Berlin o. J., S. 190.

[51]) Vgl. Schaubild 18.

die Laufzeit des Kredites zu erkennen sein. Fehlt aber somit eine wirkliche Berechnungsgrundlage, dann wird die Höhe der Risikoprämie ganz in das Belieben des einzelnen Kreditgebers gestellt sein. Sehr viele derselben sehen jedoch das Kaufkraftrisiko im Kredit überhaupt nicht und werden daher eine Risikoprämie auch nicht für notwendig erachten, weder im positiven noch im negativen Sinne.

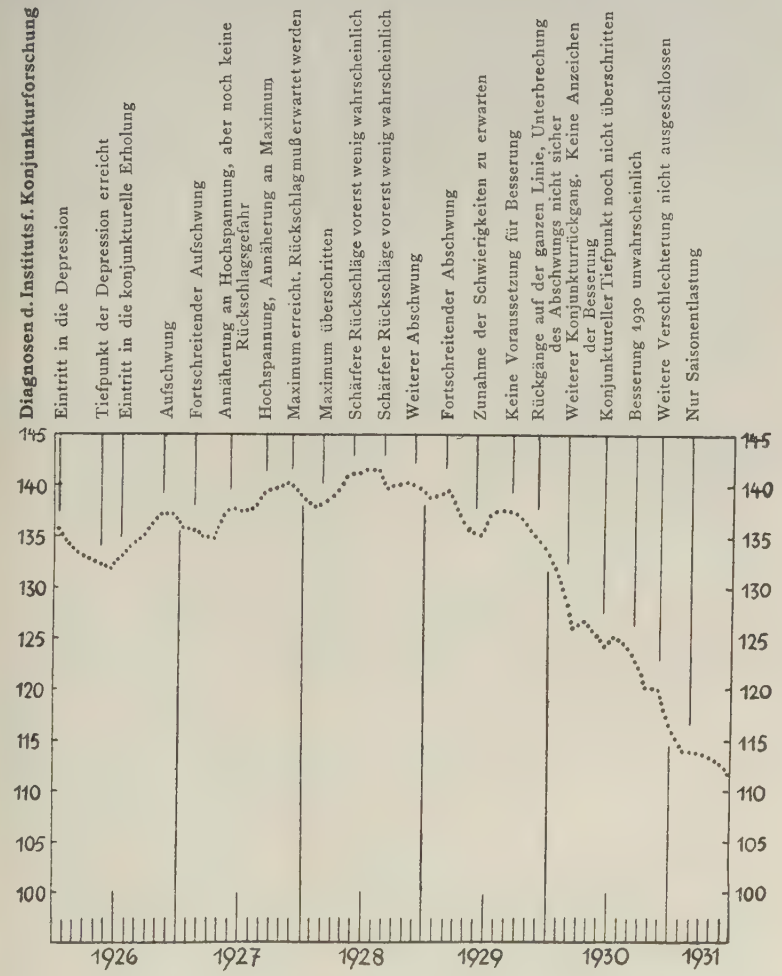
Man könnte daran denken, daß heute bereits eine Kaufkraftrisikoprämie im Zins — allerdings zeitlich verschoben — verlangt würde. Die hohen Zinssätze des Hochschwungs und der Krise wären dann verspätete Auswirkungen der Kaufkraftsenkung des Geldes im Konjunkturanstieg, umgekehrt die relativ niedrigen Zinssätze zu Beginn des neuen Konjunkturaufschwungs eine Folge der krisenbedingten Kaufkraftsteigerung des Geldes. Wenn dies der Fall wäre, müßten wir ihre Berechnung durchaus verwerfen. Da die Identität des Kreditnehmers nicht immer für den gesamten Konjunkturverlauf gewahrt ist, müßte der Kreditnehmer des Hochschwungs und der beginnenden Krise dem Kreditgeber den Kaufkraftverlust ersetzen, den dieser bei einem anderen Kreditnehmer erlitten hat. Andererseits würde dem Debitor der beginnenden Konjunktur die Kaufkraft zugute kommen, die ein anderer Debitor in der Krise verloren hat. In Wirklichkeit sind jedoch die angeführten Zinsverschiedenheiten im Konjunkturverlauf eine Folge der veränderten Angebots- und Nachfrageverhältnisse an den Kreditmärkten.

So wichtig bei Kaufkraftsenkung des nominellen Geldes eine positive Risikoprämie als Zuschlag zum Zins ist — ebenso wichtig ist aber auch in Zeiten der Kaufkraftsteigerung des Geldes, etwa bei beginnender Krise der Industriekonjunktur eine negative Risikoprämie als Abzug vom Zins. Bei starker Kaufkraftsteigerung würde die negative Risikoprämie den ganzen Nominalzins aufschlucken und damit zum nominell zinslosen Kredit führen können. Ja, häufig würde selbst ein zinsloser Kredit dem Kreditnehmer nicht den Verlust von Kaufkraft an der nominell gebundenen Kreditsumme ersetzen können. Dann müßte konsequenterweise die negative Risikoprämie zu einem negativen Zins führen. Da aber der Kreditgeber stets die Möglichkeit hat, die Geldmittel zu thesaurieren, wird er sich wohl kaum bei Kreditgewährung zu einem negativen Zins bereitfinden lassen.

Wenn man versuchen wollte, die Kaufkraftänderung der Kreditsumme in unseren beiden Kreditbeispielen durch Berechnung einer Risikoprämie ganz eliminieren zu wollen, dann würde sich dies folgendermaßen auswirken.

Schaubild 18.

Diagnosen des Instituts für Konjunkturforschung *). Der Großhandelsindex des Statistischen Reichsamtes **).



*) Nach Wagemann: „Struktur und Rhythmus der Weltwirtschaft", Berlin o. J., S. 190.

) Gesamtindex nach den regelmäßigen Veröffentlichungen der „Wirtschaftskurve" (Monatsdurchschnitte).

Beim ersten Beispiel[52]) gingen wir davon aus, daß der Kreditgeber im Januar 1931 100 RM bei einem Kaufkraftindex 100 als Kredit gewährt und er hierfür neben der Werterhaltung dieser Kaufkraft im Januar 1932 und 1933 je 6% Zins in derselben Kaufkraft erzielen will.

Im Januar 1932 betrug der Kaufkraftindex 115,2; die Kaufkraft 100 lag also an diesem Zeitpunkt bereits bei 86,8 RM. 6 Kaufkraftprozent Zinsen waren demnach gleich 5,208% auf die nominelle Kreditsumme; die negative Kaufkraftrisikoprämie betrug 0,792%. Im Januar 1933 war der Kaufkraftindex auf 126,6 gestiegen. Schon 79 RM hatten dieselbe Kaufkraft wie 100 RM zwei Jahre vorher. Demgemäß stellen 4,74% Nominalzinsen auf die ursprüngliche Kreditsumme 6% der seinerzeit gegebenen Kaufkraft dar. Die negative Kaufkraftrisikoprämie muß dann 1,26% betragen. Da der Kredit an diesem Zeitpunkt zurückzuzahlen ist, müßte der Kreditgeber einen Nachlaß von 21% auf die ursprüngliche Kreditsumme gewähren, damit er mit $79 + 4{,}74 = 83{,}74\%$ der nominellen Kreditsumme tatsächlich die gewollten 106% der geleisteten Kaufkraft zurückerhalten würde.

Eigentlich stellt dieser Nachlaß von 21% negativen Zins als Folge der negativen Kaufkraftrisikoprämie dar, der mit 13,2% (Differenz zwischen 100 und 86,8) das erste Kreditjahr und mit 7,8% (86,8 ./. 79) das zweite Kreditjahr trifft.

In unserem zweiten Beispiel der sinkenden Kaufkraft des Geldes[53]) dagegen würde sich die Kaufkraftrisikoprämie als positiven Zuschlag zum Normalzins auswirken.

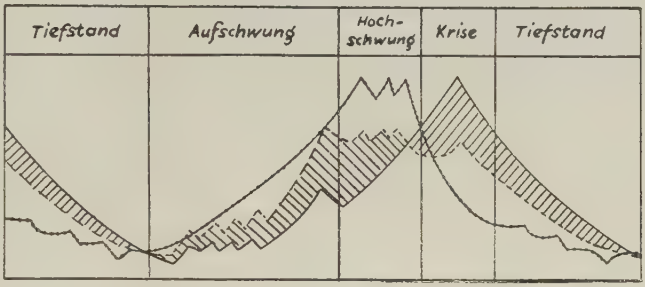
Bei Kredithergabe am 1. Januar des Jahres I betrug die Kaufkraft der 100 RM Kredit 100 Punkte, am 1. Januar des Jahres II aber nur mehr die Kaufkraft 91. Um die Kaufkraft 6 auszumachen, müßte demnach der Nominalzinsfuß 6,594% betragen. Da die Kaufkraft der 100 RM bis zum 1. Januar des Jahres III auf 79 gesunken ist, stellen an diesem Zeitpunkt erst 7,596% nominal die gewünschten Kaufkraftzinsen von 6% dar. Ebenso betragen 126,6 RM die Kaufkraft 100. Um die Kaufkraftsenkung ganz auszugleichen müßte die Risikoprämie im ersten Jahr also 0,594% und im zweiten Jahr gar 1,596% groß sein. Genau so müßte die Rückzahlung der Kreditsumme mit einem nominellen Agio von 26,6% erfolgen um die gleiche Kaufkraft zu ergeben, die bei Hergabe des Kredites vom Kreditgeber geleistet worden ist. Auch das Agio von 26,6% ist im Grunde positive Kaufkraftrisikoprämie und resultiert mit 9,9% aus der Kaufkraftsenkung des Geldes im Jahre I mit 16,7% aus derjenigen des Jahres II.

---

[52]) Vgl. S. 130f.
[53]) Vgl. S. 134ff.

Dieses Ausmaß der Kaufkraftänderungen hatte sich bei der Kredithergabe keinesfalls erkennen, ja nicht einmal erwarten lassen. Demgemäß konnte auch keine Risikoprämie in der vollen positiven oder negativen Höhe in den Zinssatz eingerechnet werden. Es ist ja auch nicht der Sinn einer Risikoprämie, den gesamten Verlust eines einzelnen Geschäftes auszugleichen. Sie will den Verlust ja nur versichern; bei Selbstversicherung heißt das, aus der Kaufkraftrisikoprämie „planmäßige Vermögensrücklagen schaffen, aus denen dann

Schaubild 19.



Warenpreise } im Schema des Konjunkturverlaufes in Deutschland
Zinssätze } (Institut für Konjunkturforschung)
----- Durch Kaufkraftrisikoprämie modifizierte Zinssätze.
positive } Kaufkraftrisikoprämie.
negative }

die zur Deckung der nachteiligen Folgen (in unseren Fällen aus der Kaufkraftänderung der nominellen Kreditsumme) notwendigen Kapitalteile entnommen werden können“ [54]).

Gegenüber der jetzigen Zinshöhe im Konjunkturablauf würde der Zuschlag einer positiven Kaufkraftrisikoprämie bei steigenden Warenpreisen im Aufschwung eine Erhöhung zur Folge haben.

Am Ende des Hochschwungs, während der Krise und zur Zeit des Tiefstandes der Konjunktur würde die negative Risikoprämie umgekehrt zu einer Ermäßigung der heute in diesen Konjunkturphasen üblichen Zinsen führen. Die Zinskurve im Schema des Konjunkturverlaufes würde sich — dieselbe Kaufkraftentwicklung wie jetzt vor-

[54]) Dörfel, Versicherungswirtschaftslehre, in HHSch. Bd. IV S. 845.

ausgesetzt — vielleicht in etwa entsprechend unserem Schaubild 19[55]) verlagern, wobei wahrscheinlich die jetzigen Spitzenhöhen der Zinssätze nicht mehr erreicht würden.

Wir hatten hierbei vorausgesetzt, daß trotz der allgemeinen konsequenten Berechnung einer Kaufkraftprämie im Zins die Warenpreise im Konjunkturverlauf dieselbe Entwicklung nehmen würden wie bisher. Wahrscheinlich würde dies aber nicht der Fall sein. Der Zuschlag einer positiven Prämie des Kaufkraftrisikos zum Zins würde im Anstieg der Konjunktur eine ruhigere Aufwärtsentwicklung als bisher zur Folge haben. Gerade aus dem in diesem Zeitraum relativ niedrigen Zins entsteht ja der Ansporn zur Kreditaufnahme zwecks Erweiterung der Produktion. Ein höherer Zins würde dem Unternehmer die Spekulation auf eine mit steigenden Güterpreisen entstehende Kaufkraftsenkung der nominellen Kreditsumme nicht mehr so aussichtsreich erscheinen lassen, als es jetzt der Fall ist. Wicksell[56]) zeigt uns, daß relativ niedrige Zinssätze Preissteigerungen verursachen, denn je geringer die Kosten des Kredites als Mittelbeschaffung für eine geschäftliche Transaktion sind, um so mehr kann der Kreditnehmer für andere Kostenteile dieser Transaktion ausgeben. Eine Erhöhung des Zinses durch die Kaufkraftrisikoprämie hätte dann auf die Preissteigerungen der Realgüter abschwächenden Einfluß[57]). Außerdem würde eine Zinserhöhung im Konjunkturanstieg manches bisher rentable Geschäft unter die Grenze der Wirtschaftlichkeit sinken lassen und damit seine Durchführung verhindern. Im ganzen würde demnach das steile Hochstreben

---

[55]) Nach dem Schema des Instituts für Konjunkturforschung im 1. Heft der Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung, 1. Jahrg. 1926 S. 17.

[56]) Vgl. Wicksell, „Geldzins und Güterpreise" S. 73 ff.

[57]) Wicksell glaubt a. a. O. sogar, durch Manipulieren des Zinssatzes die Veränderung der Güterpreise verhindern zu können. Er geht davon aus, daß es für jede Wirtschaftslage einen „natürlichen" Zins gibt, bei dem sich die Preise der Waren weder erhöhen noch ermäßigen. Ein Abweichen vom natürlichen Zins zeigt sich stets in Preisveränderungen usw. Steigen die Preise, dann muß der Zins erhöht, fallen sie dagegen, so muß der Zinssatz ermäßigt werden. Das Erreichen des natürlichen Zinssatzes weist sich dann automatisch durch gleichbleibende Preise aus. Die absolute Höhe des natürlichen Zinssatzes kann sich mit der Wirtschaftsentwicklung durchaus ändern, doch muß der tatsächliche Darlehenszins immer auf seine jeweilige Höhe gebracht werden. Dann wird das Preisniveau stets stabil bleiben. W. ist hier zweifellos im Irrtum, denn der Kreditzins ist nicht der einzige Preisbildungsfaktor. Richtig ist aber der Grundgedanke, daß relativ niedriger Zins die Tendenz zur Preiserhöhung in sich birgt, wie relativ zu hoher Zins Preisermäßigungen im Gefolge hat. Den Beweis erbringt uns jede Konjunkturwelle mit relativ niedrigen Zinsen im Anstieg und zu hohen Zinsen in der Krise.

der Wirtschaft im Konjunkturanstieg in eine stetigere und ruhigere Aufwärtsentwicklung abgeschwächt werden.

Auf der anderen Seite würde sich auch das Absinken der Konjunkturwelle ruhiger vollziehen. Beim Bild der Welle bleibend können wir sagen, daß, je stürmischer die See ist und je höher die Wellenberge aufgetürmt werden, um so heftiger und tiefer werden dann auch die Wellentäler aufgerissen. Ist der Wellenschlag aber ruhig und sanft, dann wird sich auch das Abebben der Wellen mehr in der Gesamtbewegung des Meeres verlieren. Genau so ist es mit den Gezeiten der Konjunkturwelle. Wenn das Aufsteigen in wohltemperiertem Ausmaß erfolgte, dann würden auch die Krise und ihre Folgen weniger einschneidend sein. Außerdem müßte die jetzt negative Kaufkraftrisikoprämie am Ende des Hochschwungs und in der Krise den um diese Zeit für die Wirtschaft untragbar hohen Zinssatz ermäßigen. Da viele Kredite die hohen Zinsverpflichtungen bei der Kaufkraftsteigerung des Geldes nicht erwirtschaften können und dadurch notleidend werden, müßte sich eine Zinsermäßigung auch hier in einer Verminderung der Krisenfolgen auswirken. Hinzu käme noch, daß die preiserhöhende Tendenz der dann relativ niedrigen Zinssätze der Kaufkraftsteigerung des Geldes entgegenwirkt[58]).

So ist die Berechnung einer Risikoprämie für das mit der Kreditaufnahme bzw. Kredithergabe eingegangene Kaufkraftrisiko nicht nur geeignet, die Partner des Kreditgeschäftes vor seinen Auswirkungen zu bewahren, sondern sie würde sogar das Risiko selbst stark dämpfen können. Allerdings setzt dies einmal voraus, daß die Berechnung dieser Risikoprämie allgemein und bei allen Kreditgeschäften erfolgt. Zum andern muß die Berechnung der Risikoprämie konsequent durchgeführt werden, einerlei ob sie positiv als Zuschlag zum oder negativ als Abzug vom bisherigen Zinssatz auftritt. Beiden Voraussetzungen stehen aber praktische Widerstände entgegen. Sehr viele Wirtschaftende sehen nämlich aus ihrem nominellen Denken heraus gar nicht das Kaufkraftrisiko und werden somit auch die Risikoprämie hierfür nicht anerkennen wollen. Vor allem muß jedoch verhütet werden, daß die wirtschaftliche Machtstellung der Kreditgeber dazu ausgenutzt wird, bei Kaufkraftsenkung wohl die Risikoprämie dem Zins zuzuschlagen, bei Kaufkraftsteigerung aber ihren Abzug vom Zins abzulehnen. Eine weitere Schwierigkeit liegt noch darin, daß das Kaufkraftrisiko im Ausmaß dauernd wechselt und auf längere Zeiträume selbst in der Richtung

[58]) Relativ niedrige Zinssätze verursachen Preissteigerungen, weil die Ersparnisse an Zinskosten zu höheren Einkaufspreisen oder Erhöhung anderer Kostenteile verwandt werden können und dem Unternehmer doch den gleichen Gewinn bringen. Vgl. Wicksell a. a. O. S. 73.

(ob Kaufkraftsteigerung oder -senkung) vollkommen unsicher ist. Langfristige Kredite könnten daher nicht zu festem Zinsfuß abgeschlossen werden, sondern müßten mit gleitenden Zinssätzen ausgestattet werden.

e) Zentrale Bekämpfung des Kaufkraftrisikos.

1. Durch Verhinderung oder nachträgliche Heilung der Kaufkraftänderung des Geldes (unter Beibehaltung der nominellen Bindung der Kredite).

Bisher haben wir die Möglichkeiten des einzelnen Wirtschaftenden betrachtet, sich ganz oder doch teilweise den Wirkungen des Kaufkraftrisikos zu entziehen. Jetzt gilt es zu untersuchen, ob und wieweit dieses Risiko durch zentrale Ursachenbekämpfung aus dem Wirtschafts- und Kreditleben ausgemerzt werden kann.

Als erste Ursache der Veränderung der Kaufkraft des Geldes nannten wir den technischen Fortschritt. Er verursacht auf die Dauer gesehen eine gewisse Kaufkraftsteigerung der nominellen Vermögenswerte, die aber nie einen allzugroßen Einfluß auf das Kreditleben ausüben wird. Es wäre bestimmt falsch, den technischen Fortschritt mit Rücksicht auf das Kaufkraftrisiko im Kredit bekämpfen zu wollen. Das hieße eines geringeren Vorteils wegen einen bedeutend größeren Nachteil einzuhandeln. Wie würde Deutschland ohne die technischen Errungenschaften des letzten Jahrhunderts nur entfernt versuchen können, seine stark vermehrte Bevölkerung auch nur notdürftig zu ernähren. Das Kaufkraftrisiko als Ausfluß des technischen Fortschrittes müssen wir demgemäß auf uns nehmen und können dies auch ohne weiteres, weil diese Kaufkraftsteigerung das Kreditleben kaum tangiert. Nur sehr langfristige Kreditgeschäfte werden hiervon berührt und nur in verhältnismäßig geringem Umfang.

aa) Ursachenbekämpfung durch Vermeiden von

α) Inflation.

Etwas ganz anderes ist es aber mit der Inflation. Sie ist wohl die gefährlichste aller Ursachen des Kaufkraftrisikos. Einmal ist sie in ihrem Beginn ganz von dem Willen weniger Menschen abhängig. Zum anderen kann sie in ihrem späteren Verlauf nur unter großen Anstrengungen abgestoppt werden, so daß ihr Ausmaß nur in den ersten Stadien geregelt werden kann. Später entzieht sie sich weitgehend der menschlichen Beeinflussung. Wie uns die Erfahrung lehrt, führt sie bei nomi-

nell gebundenen Vermögenswerten sehr leicht zur vollständigen Enteignung weiter Volksschichten. Daher kann nicht stark genug begrüßt werden, daß die deutsche Regierung und der Reichsbankpräsident bei mehreren Gelegenheiten der letzten Zeit klar und eindeutig erklärt haben, daß sie unter allen Umständen der deutschen Wirtschaft eine neuerliche Inflation ersparen werden.

β) Deflation.

Auch die Deflation mit ihren kaufkraftsteigernden Folgen ist mit allen zu Gebote stehenden Mitteln zu bekämpfen, soweit diese keine nachteiligen Auswirkungen auf die Wirtschaft zeitigen. Erfreulicherweise sind unter der nationalsozialistischen Regierung in Deutschland hierfür ebenfalls bereits Maßnahmen getroffen worden. Wir denken besonders an die Ermöglichung einer verstärkten „Offenen-Markt-Politik" der Reichsbank durch Heranziehung erstklassiger Wertpapiere zur Deckungsgrundlage der Währung. Mit dem Ankauf dieser Werte werden Geldmittel in die Wirtschaft gepumpt, die damit der Deflation entgegenwirken und zur Kreditrückzahlung oder zur Kreditgewährung Verwendung finden können.

γ) Zwangseingriffe in die Preisgestaltung.

Es ist zu fordern und bei dem Verantwortungsbewußtsein der Reichsregierung auch zu erwarten, daß sie sich für alle Zukunft nicht zu einem neuerlichen Zwangseingriff in die Preisgestaltung der Wirtschaft herbeilassen wird. Durch die Preissenkung aller Waren vom Dezember 1931 war die Kaufkraft des Geldes entsprechend gestiegen. Dies bedeutete für die Kreditnehmer eine zusätzliche Belastung und für die Kreditgeber das Danaergeschenk einer Kaufkraftsteigerung der nominellen Kreditsumme, aus der u. U. leicht ein Notleidendwerden des ganzen Kredites entstehen konnte. Die Zinsen wurden gleichzeitig gesenkt, und zwar im Durchschnitt sogar mehr, als die Kaufkraftsteigerung ausmachte, so daß die Zinsen nicht nur nominell, sondern auch effektiv in Kaufkraft gesenkt wurden. Dies hatte aber für das Kreditleben wieder verderbliche Folgen als Verstärkung der Risikoprämie für das Vertrags-Erfüllungs-Risiko[59]), weil sie die Zinssätze für neue Kreditgeschäfte entgegen der konjunkturellen Ermäßigungstendenz künstlich hochhielt oder gar noch steigerte.

Es gilt also dem Kaufkraftrisiko dadurch zu Leibe zu rücken, daß wir aus der Vergangenheit lernend die angeführten Ursachen der Kauf-

[59]) Vgl. weiter oben S. 27 f.

kraftänderung aller nominell gebundenen Vermögenswerte: Inflation, Deflation und Zwangseingriffe in die Preisgestaltung der Wirtschaft vermeiden und damit das Kaufkraftrisiko im Kreditleben vermindern.

bb) Nachträgliche Korrektur durch Herbeiführung einer gegenteiligen Kaufkraftentwicklung.

Hier entsteht nun die Frage, ob der Versuch möglich und empfehlenswert ist, bereits eingetretene Kaufkraftänderungen durch nachträgliche Korrektur zentral zu heilen. Die Hauptschwierigkeit besteht in der Bestimmung der Kaufkraft, die durch solche Korrekturmaßnahmen wiederhergestellt werden soll. Eine ursprüngliche und allgemeingültige Kaufkraft des Geldes gibt es nicht. Daher ist es in der Praxis meist so, daß die laufenden Schwankungen der Kaufkraft ohne weiteres hingenommen werden, wobei vielen Wirtschaftenden dieses Schwanken gar nicht zum Bewußtsein kommt. Erst wenn die Veränderungen einen größeren Umfang annehmen, insbesondere wenn mit den Preissenkungen der Krisenzeit eine starke Kaufkraftsteigerung der nominell gebundenen Kredite in Erscheinung tritt, dann werden die Rufe nach einer Kaufkraftstabilisierung bzw. nach der Wiederherstellung einer früheren Kaufkraft laut.

Das übliche Mittel zur Kaufkraftsenkung ist die Devalvation, d. i. Abwertung der Währung. Das typische Beispiel der letzten Zeit bietet das Vorgehen der Vereinigten Staaten von Nordamerika. Aus kreditpolitischen Gründen verließen die USA. im März 1933 die alte Goldparität. Man versuchte dort mit Hilfe einer „dosierten" Inflation die aus dem Preisfall der Waren seit 1926 resultierende Kaufkraftsteigerung der Kredite zu korrigieren. Damit sollte das wirtschaftliche Gewicht der Verschuldung, insbesondere für die Landwirtschaft herabgemindert werden. Der gewünschte Erfolg ist jedoch bisher nur teilweise eingetreten, da die Preise nicht in dem erhofften Ausmaß gestiegen sind. Immerhin wurde eine gewisse Kaufkraftsenkung des Währungsdollars erreicht [60]). Da die Kredite üblicherweise in Dollar nominal festgelegt sind [61]), wurde für die verschuldeten Wirtschaftsteile eine entsprechende Entlastung herbeigeführt. Wann und bei welchem Preisstand das erstrebenswerte Kaufkraftniveau erreicht sein wird, läßt sich

[60]) Vgl. hierzu auch den Artikel: „Preise und Währungen" im Anschluß an einen Wochenbericht der Berliner Handelsgesellschaft in Frankfurter Zeitung Nr. 206 vom 24. 4. 1934.

[61]) Die wenigen Anleihen auf Indexbasis waren bei der Kaufkraftsteigerung nicht belastet worden und wurden jetzt naturgemäß auch nicht entlastet.

nicht mit Bestimmtheit sagen. Die Schuldner wollen wieder den Preishöchststand von 1926 herbeiführen. Die Gläubiger haben das gegenteilige Interesse, daß die Preise nicht zu hoch steigen, damit ihnen mit der nominellen Kreditsumme eine möglichst große Kaufkraft zusteht. Wer in diesem Interessenstreit der Stärkere sein wird, muß die Zukunft lehren. Im Januar 1934, als der Dollar bei einem Goldgehalt zwischen 50 und 60% der früheren Parität vorläufig stabilisiert wurde, bezeichnete eine amtliche Stelle die bisher erreichte Preissteigerung als nicht ausreichend [62]). Wir ersehen aus dem amerikanischen Experiment, daß es selbst mit dem Einsatz der gesamten staatlichen Machtfülle nicht immer möglich ist, die gewünschte Korrektur der früheren Kaufkraftveränderung durchzuführen.

Die englische Devalvation des Jahres 1931 wurde zwar aus währungspolitischen Gründen vorgenommen. Für uns ist bei ihr jedoch von Interesse, daß durch diese Abwertung, die mit einer Kreditinflation verbunden war, das weitere Absinken der Preise in nominellen £ verhindert wurde [63]). Die aus der Weltwirtschaftslage erwachsende Kaufkraftsteigerung wurde somit für England durch die kaufkraftsenkende Tendenz der neuen Maßnahmen eliminiert. Wenn sie auch nicht Hauptzweck war, so stellt die Abwertung des £ doch eine Korrektur der kaufkraftsteigernden Entwicklung jener Zeit dar.

Vom Standpunkt der Kreditwirtschaft sind alle Korrekturen der Kaufkraftänderungen durch zentrale Maßnahmen nur von bedingtem Wert. Sie können auf die verschieden gelagerten Verhältnisse der Einzelkredite keine Rücksicht nehmen und daher nur allgemeine Durchschnittskorrekturen sein. Ihr Wert liegt darin, daß mit ihrer Hilfe etwaige außerordentlich große Kaufkraftänderungen auf ein erträgliches Maß zurückgeschraubt werden können. Die alten Kredite werden dann mehr oder weniger stark von den Auswirkungen des Kaufkraftrisikos entlastet. Dagegen werden die in der Zeit der veränderten Kaufkraft des Geldes abgeschlossenen Kreditgeschäfte hierdurch überhaupt erst belastet.

Grundsätzlich ist hier festzustellen, daß für jedes Kreditgeschäft der Stand der Kaufkraft am Abschlußtage der für diesen Kredit normale ist. Jede Abweichung von diesem Normalstand an einem Fälligkeitstage von Zins oder Kapitalrückzahlung stellt dann bereits eine tatsächliche Auswirkung des Kaufkraftrisikos dar. Weil aber nun die Kaufkraft des Geldes dauernd schwankt und andererseits wohl täglich Kreditgeschäfte abgeschlossen werden, hat fast jedes Kreditverhältnis

---

[62]) Erklärung des Schatzamtssekretär Morgenthau.
[63]) In Gold gerechnet sind die Preise naturgemäß weiter gefallen.

ein anderes normales Kaufkraftniveau. Diese, dem jeweiligen Kredit eigene Kaufkraft ist auch die für ihn allein stabilisierungswürdige. Im Rahmen einer allgemeinen Devalvation läßt sich das Problem nicht lösen, jedem Kredit seine ursprüngliche Kaufkraft zu sichern oder wiederherzustellen. Die Auswirkungen der Kaufkraftänderung auf bestehende Kredite können demgemäß nicht durch zentrale Maßnahmen korrigiert und geheilt werden. Die für die einzelnen Kredite notwendige individuelle Behandlung der Kaufkraft ist aber wegen der Allgemeingültigkeit der Kaufkraft des Geldes für die Gesamtwirtschaft nicht möglich.

cc) Vermeidung der Industriekonjunktur durch allgemeine Einführung der Tageswertrechnung.

Neben der bisher behandelten negativen Abwehr der Kaufkraftveränderungen durch Vermeidung von Störungsursachen und nachträgliche Korrekturen steht die noch wichtigere, weil dauernd akute Bekämpfung durch positive Maßnahmen. Hier geht der Kampf vor allem gegen die Kaufkraftänderungen, die aus den Wellenbewegungen der Konjunkturen erwachsen. Können die anderen Ursachen des Kaufkraftrisikos im Kredit durch Maßnahmen zentraler Stellen vermieden werden, so ist der Kampf bei den Konjunkturen viel schwieriger, weil hier jeder einzelne Wirtschaftende mitkämpfen muß. Besonders erschwert wird der Kampf dadurch, daß die Masse erst aus ihrem falschen Denken aufgerüttelt, über Ursachen und Wirkung aufgeklärt und zur Umstellung auf positive Mitarbeit gebracht werden muß.

In der „Betriebswirtschaftlichen Konjunkturlehre" hat Prof. Schmidt[64]) die Ursachen der Konjunkturen klargelegt und die Möglichkeit ihrer Bekämpfung untersucht. Wir beschränken uns im Rahmen unserer Betrachtung auf eine kurze Skizzierung der Gedankengänge und Ergebnisse, soweit sie für unsere Betrachtung von Bedeutung sind.

Davon ausgehend, daß der Preis der Waren Kostenersatz + Unternehmereinkommen darstellt und diese Kosten durch die Zahlung von Löhnen, Gehältern usw. zu Einkommen, andererseits die Einkommen beim Kauf der Waren Kostenersatz werden, in einer Periode also alle Kosten zu Einkommen und alle Einkommen wieder zu Kosten werden, kommt Prof. S. zu seiner bekannten Geld-Verkehrsgleichung der Wirtschaft. Sie lautet:

Kostenfonds Periode 1 = Kosten Periode 1 = Einkommen Periode 1 = Preis der gesamten Produkte von Periode 1 = Kosten-

[64]) Schmidt in HHSch., ErgBd. S. 1285 ff., als Buch Berlin 1933.

fonds Periode 2 = Kosten Periode 2 = Einkommen Periode 2 = Preise Periode 2 = Kostenfonds Periode 3 usw.[65]).

Wird keine der Größen der Verkehrsgleichung künstlich geändert, so muß sich die Wirtschaft in ruhiger, gleichmäßiger Weiterentwicklung befinden, die durch die dauernde Steigerung der Produktivität eine stetige Aufwärtsbewegung darstellen wird. Zwei Gruppen von Störungsursachen gibt es, die den gleichmäßigen Ablauf der Wirtschaft vereiteln und in die Wellenbewegung des Konjunkturablaufes zwingen.

Einmal sind es die kreislauffremden Konjunkturursachen, so eine ausnehmend gute oder schlechte Ernte, Streiks oder Aussperrungen, starke Bevölkerungsverschiebungen, Umstellung der Wirtschaft auf Bedürfnisverschiebungen, wie sie durch Mode und insbesondere durch einen Krieg verursacht werden usw. Sie lassen sich häufig auch durch die beste Wirtschaftsführung nicht abwenden, wenn sie z. B. in Naturereignissen oder in den Auswirkungen der Politik begründet sind. Die aus diesen Ursachen herauswachsenden Konjunkturen sind zunächst stets Spezialkonjunkturen, die sich allerdings durch die enge Verflechtung der einzelnen Wirtschaftszweige zu Totalkonjunkturen auswachsen können. Etwas anderes ist es mit der Industriekonjunktur, die durch falsche Rechnungsführung aus dem Kreislauf selbst herauswächst.

Immer noch glaubt man in der Wirtschaft ganz allgemein an die Unveränderlichkeit des Geldwertes. Auf dieser Annahme ist auch das gesamte Rechnungswesen der Unternehmer aufgebaut. Wir wissen, daß diese Auffassung falsch ist und sich die Kaufkraft des Geldes verändern kann und fast dauernd einzelnen Waren, Warengruppen und der Gesamtheit der Realgüter gegenüber verändert.

Nehmen wir an, daß eine Ware zu 100 RM erworben worden ist[66]), die mit 10% Gewinn weiterverkauft werden soll. Ist der Preis des Beschaffungsmarktes am Umsatztage immer noch 100 RM, dann wird der Unternehmer die Ware zu 110 RM verkaufen können und damit den erwarteten Gewinn von 10% = 10 RM erzielen.

Anders aber, wenn sich der Preis der Ware im Beschaffungsmarkt etwa aus einer der oben angeführten Konjunkturbewegungen heraus um 20% erhöht hat. Der mit Anschaffungswerten rechnende Kaufmann wird sich vielleicht wieder mit einem Verkaufspreis von 110 RM zufrieden geben, weil er dann ja den erhofften Gewinn er-

---

[65]) a. a. O. S. 1305.

[66]) Der einfacheren Rechnung wegen sehen wir von Zins-, Lager-, Vertriebskosten usw. ab.

reicht zu haben glaubt. Deckt er sich jetzt wieder mit der Ware ein, dann muß er allerdings feststellen, daß es ihm trotz des erzielten „Gewinnes" nicht möglich sein wird, sein Lager aus den erhaltenen Mitteln wieder auf die alte Höhe zu bringen. Schließt sich dagegen der Unternehmer der allgemeinen Preiserhöhung an und verkauft die Ware 20% teurer zu 132 RM, so freut er sich, daß er einen Gewinn von 32 RM (Differenz zwischen Anschaffungs- und Verkaufswert) erlangt hat. Er wird keine Bedenken haben, diese 32 RM als Einkommen zu betrachten und aus der Unternehmung herauszuziehen. Da diese Ware jedoch heute, am Umsatztage, einen Einkaufswert von 120 RM hat, sind von dem Verkaufspreis von 132 RM in Wirklichkeit nur 12 RM Gewinn und damit Einkommen. Die anderen 20 RM sind nichts als eine vom Umsatz vollständig unabhängige Wertänderung am ruhenden Vermögen, die er zur Wiederauffüllung seines Lagers unbedingt benötigt. Der Unternehmer wandelt mit Hilfe der Anschaffungswertrechnung Vermögen in Einkommen um und vergrößert künstlich den Einkommensfonds der Geldverkehrsgleichung.

Umgekehrt ist es, wenn die zu 100 RM eingekaufte Ware verkauft werden soll und sich inzwischen der Beschaffungspreis derselben um 20% auf 80 RM vermindert hat. Der Kaufmann wird vielleicht zunächst versuchen, die Ware trotzdem mit 100 + 10 RM abzusetzen. Gelingt es diesen Verkaufspreis zu erzielen, dann glaubt der mit Anschaffungswerten rechnende Unternehmer an einen Gewinn von 10 RM, den er als Einkommen verzehren wird. Da er zur Wiederauffüllung seines Lagers nur 80 RM benötigt, hat er in Wirklichkeit jedoch 30 RM Gewinn erzielt. Demgemäß weist er 20 RM Gewinn zu wenig aus und entzieht ihn fälschlicherweise dem Konsum. Er wandelt somit Einkommen in Vermögen um und verringert den Einkommensfonds der Verkehrsgleichung.

Ein Verkauf zu 110 RM wird unter diesen Umständen aber kaum möglich sein, weil sich der Preis im Absatzmarkt wahrscheinlich ähnlich dem auf dem Beschaffungsmarkt verändert haben wird. Der Kaufmann ist vielleicht gezwungen, seinen Verkaufspreis auch um 20% zu senken und die Ware für 88 RM abzusetzen. Ist dies geschehen, dann wird der mit Anschaffungswerten rechnende Unternehmer in seiner Erfolgsrechnung statt des erhofften Gewinnes einen Verlust von 12 RM ausweisen. Kauft er jetzt dieselbe Ware wieder ein, so braucht er hierzu 80 RM und behält einen Kassenbestand von 8 RM, trotzdem er sein Lager wieder auf die Höhe gebracht hat, die es vor Abschluß des „verlustbringenden" Geschäftes hatte. Er hat keine Erklärung dafür, was diese 8 RM darstellen. Tatsächlich sind sie erzielter Umsatzgewinn. Die Differenz zwischen 100 und 80 RM stellt dagegen Wert-

änderung am ruhenden Vermögen dar, die bereits eingetreten ist, gleichgültig ob ein Umsatz stattfindet oder nicht. Statt des erzielten Gewinnes von 8 RM werden durch die Anschaffungswertrechnung 12 RM Verlust ausgewiesen, der Einkommensfonds der Wirtschaft demnach unberechtigt um 20 RM verringert.

Aus diesen Tatsachen baut Prof. Schmidt seine Konjunkturlehre auf[67]). Wenn der Unternehmer mit Anschaffungswerten rechnet und bei gestiegenem Preis die ganze Differenz zwischen Einkaufs- und Verkaufspreis als Gewinn errechnet und demgemäß als Einkommen verzehrt, dann wird der eigentliche Normalzustand der Wirtschaft, der aus der Produktivitätssteigerung erwachsende langsame und stetige Anstieg in eine steiler aufwärtsführende Kurve umgebogen. Dies kommt daher, weil der in dieser Zeit natürliche Wertauftrieb der Waren, wie das obige Beispiel zeigt, fälschlich als Gewinn angesehen wird. Vermögen wird in Einkommen umgewandelt und so der Einkommensfonds der Verkehrsgleichung künstlich erhöht. Steht aber einer gleichgebliebenen Warenmenge ein erhöhtes Einkommen gegenüber, so muß sich die dritte Größe der Gleichung auch verändern, d. h. die Preise der Waren müssen steigen. Hierdurch erhöhen sich die Scheingewinne der Unternehmer zwangsweise weiter, wodurch diese zur Vergrößerung der Produktion geradezu gezwungen werden, damit nicht andere Unternehmungen diese — scheinbaren — großen Gewinne einstecken. Durch die Produktionserweiterung werden zusätzliche Arbeit und zusätzliches Einkommen geschaffen, aber auch neue Scheingewinne errechnet, was wieder stimulierend auf die Aufwärtsentwicklung einwirkt. Dieses Ansteigen der Konjunktur könnte immer weitergehen, wenn nicht für jedes Produkt einmal ein Sättigungsgrad erreicht würde. Außerdem tritt die durch Erweiterungsabsichten immer steigende Kapitalnachfrage einem immer kleiner werdenden Kapitalangebot gegenüber. Das Zinsniveau erhöht sich mit fortschreitender Konjunktur immer mehr und mindert so die Rentabilität der Unternehmungen, besonders da diese durch die starken Erweiterungen längst in progressive Kosten geraten sind. Die Preissteigerung der Waren hält nicht mehr Schritt mit den steigenden Kosten, weil die stets größer werdende Menge der Produkte nicht mehr auf steigende Aufnahmefähigkeit des Marktes stößt. Hört die Aufwärtsentwicklung aber einmal auf, so zeigen sich sofort die schweren Schäden der auf Scheingewinne aufgebauten Konjunktur. Das Kartenhaus der Hochkonjunktur und Scheingewinne bricht zusammen und macht der Krise Platz. Nun kommt die verheerende Wirkung der Anschaffungswertrechnung erst voll zur Geltung. Geraten die Preise der

---

[67]) Vgl. Schmidt a. a. O. S. 1381 ff., insbes. 1388.

Waren einmal ins Gleiten, so sinken sie immer weiter, weil jetzt die Scheingewinnrechnung in die Scheinverlustrechnung umschlägt mit der Folge, daß zunächst jeder Unternehmungsgeist lahmgelegt wird. Erst später entsteht aus den Abschreibungs- und Scheinverlustsummen, welche wegen der schlechten Wirtschaftslage nicht mehr in der Unternehmung angelegt werden, eine wachsende Geld- und Kapitalmarktflüssigkeit. Diese bahnt durch ihren niedrigen Zins eine langsame Gesundung und eine neue Aufwärtsentwicklung der Wirtschaft an.

Wollen wir die Wellenbewegung der Industriekonjunktur mit ihren starken Kaufkraftveränderungen des nominellen Geldes und Kredites aus dem Wirtschaftsleben ausmerzen, dann müssen wir ihre Quellen, die Scheingewinn- und Scheinverlustrechnung verstopfen. Der einzig richtige Weg hierzu ist das Verlassen der Anschaffungswertrechnung und der Übergang zur Tageswertrechnung. Wenn wir den erzielten Verkaufspreis stets nur mit dem Tageswert im Beschaffungsmarkt vergleichen, dann und nur dann sehen wir den tatsächlichen Gewinn bzw. Verlust dieses Umsatzes. Bringen wir nur den wirklichen Gewinn zum Konsum, so wird das richtige Einkommen dem Einkommensfonds der Verkehrsgleichung zugeführt und die Industriekonjunktur aus der Wirtschaft ausgeschaltet.

In der Kalkulation geht der Unternehmer zwar meist von den Tageswerten aus, nicht aber in der Buchhaltung, in Bilanz und Erfolgsrechnung. Die restlose Durchführung stößt hier auf große technische Schwierigkeiten; trotzdem ist die Tageswertrechnung im Interesse des Kampfes gegen die Industriekonjunktur äußerst erstrebenswert. Die Hauptschwierigkeit wird wohl das Vorhandensein der nominell gebundenen Vermögens- und Schuldwerte sein. Diese sind ihrem Herkommen nach Anschaffungswerte, die zwar nominell stets gleichbleiben, im Wirtschaftsleben aber bei verschiedener Kaufkraft des Geldes auch ganz verschiedene Werte im Realgütermarkt darstellen.

Kurz zusammengefaßt können aus der nominellen Gebundenheit der Kredite folgende Fehlrechnungen entstehen:

Bei Preissteigerung = Kaufkraftsenkung der nominal festgelegten Kreditsumme errechnet der Kreditnehmer — für sich persönlich durchaus berechtigt — ein Einkommen in Höhe des ihm verbleibenden Überschusses nach Rückzahlung des Kredites und der Zinsen. Der Kreditgeber müßte einen Verlust in gleicher Höhe ./. Umsatzgewinn ausweisen, weil für die Volkswirtschaft aus dem Kreditgeschäft allein gar kein zusätzliches Einkommen entstehen kann. Statt dessen glaubt aber der Kreditgeber, durch die nominelle Rechnung ein Einkommen in voller Höhe der Zinseinnahmen erzielt zu haben. Der Einkommensfonds der Wirtschaft wird aber durch einen Kredit nicht erhöht. Der

Zins schmälert das Einkommen des Kreditnehmers und erhöht dasjenige des Kreditgebers. Hier wird Scheineinkommen errechnet und der Einkommensfonds der Wirtschaft künstlich erhöht.

Umgekehrt verzeichnet der Debitor bei Kaufkraftsteigerung des Geldes aus der Wertminderung seiner Realgüter einen — wirklichen — Verlust. Dem Kreditor wächst gleichzeitig aus der Kaufkraftsteigerung der Kreditsumme ein entsprechender Gewinn zu. Bei der nominellen Rechnung werden aber nur die erhaltenen Zinsen als Einkommen angewiesen. Für die Gesamtwirtschaft wird also zu wenig Einkommen errechnet und der Einkommensfonds demgemäß künstlich verringert.

Erst wenn der Tageswertgedanke auch im Kreditleben konsequent durchgeführt wird, kann die Tageswertrechnung die angeführten künstlichen Veränderungen des Einkommensfonds der Verkehrsgleichung vermeiden [68]). Voraussetzung hierfür ist die Loslösung des Kredites von der nominell gleichbleibenden Summe und sein Anschluß an die Kaufkraftentwicklung auf dem Wege des Indexkredites [69]). Dann werden wir auch beim Kredit nicht mehr mit Anschaffungswerten, sondern mit Tageswerten rechnen und die Schlacht gegen die Industriekonjunktur erfolgreich schlagen können.

Sind mit Hilfe der Tageswertrechnung die großen Kaufkraftschwankungen der Industriekonjunktur ausgeschaltet, dann bleiben immer noch die Auswirkungen der kreislauffremden Konjunkturen bestehen. Deren Einfluß wird dann aber auf ihr eigenes Gebiet beschränkt und wird nicht mehr wie jetzt durch Scheingewinne oder Scheinverluste auf die ganze Wirtschaft, und zwar in stark vergrößertem Ausmaß übertragen.

dd) Verhinderung der Kaufkraftänderung des Geldes durch Indexwährung.

Ein ganz anders gelagerter Versuch, die Kaufkraftänderungen des Geldes in der Wirtschaft unmöglich zu machen ist die Einführung einer Indexwährung. Der Gedanke der Indexwährung, von mehreren amerikanischen Forschern erwogen, wurde von Irving Fisher theoretisch untermauert und bis zu greifbaren Vorschlägen der praktischen Durchführung entwickelt [70]).

---

[68]) Nur in einer Wirtschaft, die das Prinzip der Wertgleichheit in allen ihren Teilen streng durchführen würde, könnte — mit Hilfe der Tageswertrechnung — die Industriekonjunktur vermieden werden.

[69]) Siehe weiter unten S. 177 ff.

[70]) Fisher, Die Kaufkraft des Geldes, 2. Aufl. Berlin 1922.

Fisher geht von denselben Voraussetzungen wie wir aus, daß der Wert der Geldeinheit nur scheinbar stabil ist, im Grunde aber nur den Wert einer bestimmten Menge der Ware Gold darstellt. Demgemäß kann das Geld nur die Wertschwankungen einzelner Waren dieser Währungsware gegenüber aufzeigen, nicht aber die Schwankungen des Goldes den gesamten Realgütern gegenüber kenntlich machen. Wenn das Geld ein wirklicher Wertmaßstab sein soll, dann muß es stets dieselbe allgemeine Kaufkraft verkörpern, wie das Meter nicht ein Stück Metall oder Holz ist, sondern ein stets gleichbleibendes Längenmaß darstellt.

Die ungünstigen Folgen der Kaufkraftänderung der nominellen Geldeinheit auf die Wirtschaft haben wir oben festgestellt, als wir die Auswirkungen des Kaufkraftrisikos untersucht haben. Fisher sieht nun den einzigen Ausweg aus diesen Schwierigkeiten in der Kaufkraftfixierung des Währungsgeldes[71]). Sie ist möglich und praktisch durchführbar mit Hilfe seines „Warenkorbdollars", der, wie sein Name schon sagt, nicht an den Wert des Goldes allein, sondern an den Wert der im Korb vereinigten Warenmenge gebunden ist. Der Dollar würde dann also stets den Wert dieser Warenmischung darstellen wie er heute jederzeit gleich dem Werte der zugrunde liegenden Goldmenge ist. Dennoch soll mit Rücksicht auf die dem Gold anhaftenden guten Eigenschaften (leichter Transport, Dauerhaftigkeit und Teilbarkeit) und auf die internationalen Wirtschaftsverflechtungen das Gold auch weiterhin als Zahlungsgrundlage beibehalten werden. Die Durchführung soll so erfolgen, daß das Goldgewicht der Währungseinheit „angemessen" variiert werden soll. „Der Golddollar ist jetzt seinem Gewicht nach fixiert und deshalb in seiner Kaufkraft veränderlich. Was wir brauchen ist ein Golddollar, der in seiner Kaufkraft feststeht, aber im Gewichte veränderlich ist"[72]). Weil das Gewicht des Golddollars variabel sein soll, ist bei der Indexwährung ein Zirkulieren von Goldmünzen nicht denkbar. An ihre Stelle sollen Goldzertifikate treten. Diese „Golddollarschatzanweisungen" sind aber jederzeit in Barrengold beim Schatzamt umzutauschen. Der Einreichende wird jedoch nicht an jedem Zeitpunkt dieselbe Gewichtsmenge, sondern je nach der Preisentwicklung eine andere Menge Gold, aber stets die gleiche Kaufkraft im Realgütermarkt erhalten.

Nach welchen Grundsätzen würde aber der Gewichtswechsel des Golddollars vorgenommen? Hierzu müßte ein Index errechnet werden, und zwar der Preisindex der Warenmischung, die dem Warendollar

---

[71]) Vgl. Fisher, Der schwankende Geldwert, Berlin 1924, S. 26 ff.
[72]) Fisher, Der schwankende Geldwert, Berlin 1924, S. 32.

zugrunde liegt[73]). Am Ausgangszeitpunkt würde der Index naturgemäß 100 betragen. Ein amtliches statistisches Bureau[74]) würde die Preisentwicklung der Warenmenge, die als Währungsgrundlage dient, in Form eines Indexes auf Grund der Marktpreise errechnen und einmal im Monat veröffentlichen. Zeigte nun der Index ein Abweichen vom Normalstand — etwa 101 —, dann müßte das Goldgewicht des Dollars um 1% vermehrt werden, so daß der Index automatisch auf 100 zurücksinken würde. Sollte der Index des nächsten Monats trotzdem noch eine Stellung über Pari haben, dann müßte das Goldgewicht entsprechend weiter erhöht werden. Fiele er unter Pari, so würde das Goldgewicht zu verringern sein. Durch das dauernde Manipulieren könnte dann der Index nach Fisher nie mehr als um 1—2% vom Normalstand abweichen, und damit wäre die Kaufkraft der Währungseinheit praktisch stabilisiert[75]).

Für unser Bestreben, den nominellgebundenen Kredit von den Schwankungen der Kaufkraft des Geldes zu befreien, hat diese Kaufkraftstabilisierung viel Verlockendes. Solange aber nicht alle Staaten zu einer solchen Indexwährung übergehen, wird der Versuch schwer sein „eine möglichst stabile Warenkaufkraft und einen möglichst stabilen Devisenkurs miteinander zu vereinigen“[76]). Roosevelt scheint tatsächlich an die Einführung einer Indexwährung für die Vereinigten Staaten zu denken. Schon bei der Aufgabe der Goldparität im März 1933 war dieser Plan im Vordergrund der Erwägungen aufgetaucht. Einige Monate später, im August 1933, schien er offiziell jedoch vollständig begraben zu sein[77]). Die neuen Ereignisse deuten aber wieder ganz auf die Einführung der Indexwährung hin. Schon die Ermächti-

---

[73]) Die Warenmischung gibt Fisher z. T. an a. a. O. S. 30.

[74]) Fisher nennt a. a. O. für USA. das Bureau of Labor Statistics und das Bureau of standards. — Für Deutschland käme das Statistische Reichsamt in Frage.

[75]) An Problemen tauchen hier u. a. noch folgende Fragen auf, deren Behandlung aber über den Rahmen dieser Arbeit weit hinausgehen würde: Wie würden sich Preisänderungen auf Grund von Zollerhöhungen auf den Index und die Währung auswirken? Sind die einzelnen Waren entsprechend ihrem Gewicht für die Wirtschaft im Warenkorb vereinigt? Wie sollen neu entstehende Waren in den Index eingebaut werden? Welche Auswirkung hat die Indexwährung auf die Gestaltung des Außenhandels mit Ländern, die keine Indexwährung haben?

[76]) Erklärung Roosevelts bei der Verkündigung der elastischen Dollarstabilisierung im Januar 1934. Vgl. Frankfurter Zeitung Nr. 28 vom 17. 1. 1934.

[77]) Dieser Eindruck drängte sich dem Verfasser gelegentlich eines Aufenthaltes in USA. auf und wurde ihm auch von Herren einer der größten amerikanischen Banken ausdrücklich versichert.

gung Roosevelts zur Stabilisierung des Dollars in einem Spielraum zwischen 50 und 60% der alten Goldparität ist wohl so zu verstehen. Der Präsident hat hierdurch jederzeit die Möglichkeit, das Goldgewicht des Dollars innerhalb dieser Grenzen zu manipulieren. Wenn Roosevelt die Indexwährung einführt, dann wird er in der Lage sein, die Kaufkraft des neuen Dollars auf dem zu Beginn der Indexwährung innegehabten Stand mit geringen Schwankungen zu halten. Die zukünftigen Kreditgeschäfte sind dann vor großem Kaufkraftrisiko bewahrt. Ganz ist dieses Risiko allerdings nicht ausgeschaltet, weil die Schwankungen erst am Ende eines jeden Monats festgestellt und ausgeglichen werden, und schon zu Beginn des neuen Monats sofort wieder neue Schwankungen eintreten können. Für den Kredit- und Wirtschaftsverkehr würden diese möglichen Schwankungen jedoch unerheblich sein.

Wie ist es aber mit den bereits bestehenden Krediten? Das Abwenden des Dollars von der früheren Goldparität wurde hauptsächlich mit Rücksicht auf die stark verschuldeten Farmer vorgenommen. Die Kaufkraft der langfristigen Kredite war durch die Preisermäßigungen der letzten Jahre in außerordentlichem Maße (um etwa $^2/_3$) gestiegen. Man hoffte durch die Devalvation Preiserhöhungen zu verursachen und damit die Kaufkraft der Kredite wieder auf ein für die Schuldner erträgliches Maß zurückzuschrauben. Eine Kaufkraftsenkung des Währungsgeldes und damit der in ihm nominell gebundenen Kredite ist tatsächlich erfolgt, wenn auch nicht in dem von der Regierung gewünschtem Umfange[78]). Für die Durchführung der Indexwährung wird die bisher erzielte Kaufkraftsenkung als nicht ausreichend angesehen. Welches Kaufkraftniveau auch als normal angesehen und mit Hilfe der Indexwährung stabil gehalten werden soll, immer werden nur die Kredite, die zufällig bei dem gleichen Kaufkraftstand gewährt worden sind, für die Zukunft von den Auswirkungen des Kaufkraftrisikos verschont sein. Für alle anderen Kredite verewigen sich dagegen die Folgen des seinerzeit eingegangenen Kaufkraftrisikos in der bei Stabilisierungsbeginn akuten Höhe bis zur vollständigen Rückzahlung. War der Kredit bei einer höheren Kaufkraft gewährt worden, so leistet der Schuldner in Zukunft Zinsen und Rückzahlung in geringerer Kaufkraft. Im umgekehrten Fall muß der Schuldner immer eine größere Kaufkraft leisten als er bei Kreditbeginn erhalten hat. Der einzige Ausweg aus diesem Dilemma ist eine nominelle Umwertung aller Kredite auf die, durch die Einführung der Indexwährung in Zukunft stabile Kaufkraft.

[78]) Vgl. „Preise und Währungen" in Frankfurter Zeitung Nr. 206 vom 24. 4. 1934.

Erst wenn die Umwertung aller Kredite auf das neue Kaufkraftniveau der Währungseinheit erfolgt und außerdem diese Kaufkraft in alle Zukunft stets stabil gehalten werden kann, dann wird das Kaufkraftrisiko mit Hilfe der Indexwährung aus dem Kreditleben praktisch ausgeschaltet sein [79]).

2. Lösung der Kredite von der nominellen Bindung.

aa) Anpassen an die Kaufkraftänderung durch Umwertung.

Bei den bisher betrachteten Versuchen zur Ausschaltung oder Dämpfung des Kaufkraftrisikos im Kredit war immer die nominelle Bindung an die ursprüngliche Kreditsumme beibehalten worden. Wir hatten aber schon bei der Besprechung der Indexwährung darauf hinweisen müssen, daß diese nur mit einer nominellen Umwertung der Kredite verbunden wenigstens für die Zukunft das Kaufkraftrisiko ausschalten kann. Eine Umwertung der Kredite zur Anpassung an die neuen Verhältnisse kann im einzelnen sowohl in einer nominellen Aufwertung als auch in einer ebensolchen Abwertung bestehen.

a) Aufwertung.

Aufwertung ist die Anpassung der nominellen Kredithöhe an die gesunkene Kaufkraft des Geldes in mehr oder weniger vollem Umfang. Die Aufwertung ist sehr unpopulär, weil sie, oberflächlich betrachtet, sehr leicht wie eine Besserstellung des Gläubigers auf Kosten des Schuldners aussieht. Tatsächlich bezweckt sie jedoch, auch bei vollständigem Angleichen an die gesunkene Kaufkraft nur die Wiederherstellung der gleichen Gläubiger- und Schuldnerposition, wie sie im Zeitpunkt der Kreditgewährung gewesen ist. Die scheinbare soziale Härte der Aufwertung führte in der Inflationszeit zu dem lange von allen amtlichen Stellen festgehaltenen Mark = Mark-Standpunkt. Erst als sich nach der Stabilisierung herausstellte, daß die Gläubiger langfristiger Kredite vollständig enteignet waren, hat das Reich durch das Aufwertungsgesetz vom 16. Juli 1926 versucht, die allerschlimmsten

---

[79]) Die Untersuchung der wirtschaftlichen Durchführbarkeit der Indexwährung und der hier auftretenden Probleme, wie Feststellung und Herbeiführung des „normalen Preisniveaus" und die Auswirkungen der Indexwährung auf die Wechselkurse und den Außenhandel würde über den Rahmen dieser Arbeit weit hinausgehen. Wir beschränken uns bewußt auf die Untersuchung der Auswirkungen für das Kreditleben.

Auswirkungen der Kaufkraftsenkung wieder gutzumachen. Diese durch Gesetz zentral geregelte Aufwertung suchte eine möglichst gerechte Lösung des Problems herbeizuführen. Auf der einen Seite sollte die Enteignung der Gläubiger zum Teil rückgängig gemacht, auf der anderen Seite aber die Schuldner nicht zu sehr belastet werden.

Wie stets ging man auch bei der Aufwertung von der Voraussetzung aus, daß die Kaufkraft einer Goldmark zu allen Zeiten immer gleich sei. Daher kam es nur darauf an, den Goldwert der einzelnen Papiermarkkreditsummen festzustellen und als Ausgangspunkt für die Aufwertung zu nehmen. So wurden dem Aufwertungsgesetz in einer Anlage für einzelne Zeitpunkte seit 1918 sogenannte Entwertungsfaktoren beigefügt. Die Papiermarksumme durch den für den Tag der Kredithergabe gültigen Entwertungsfaktor dividiert ergab dann den Goldmarkbetrag des betreffenden Kredites. Bei den vor dem 1. Januar 1918 gewährten Krediten wurde der Nennbetrag als Goldmarkbetrag angenommen. Die Aufwertungssätze[80]) betrugen bei verbrieften Krediten (Obligationen) außer Pfandbriefen und bei Hypotheken 12—25% der so errechneten Goldmarksumme[81]). Die zwiespältige Stellung des Reiches als Gesetzgeber und als Schuldner führte dabei zu einer schlechteren Behandlung der Gläubiger der öffentlichen Hand.

Neben dieser einheitlichen Regelung der angeführten Kreditarten war die Aufwertung der Pfandbriefe und der Sparkassenguthaben ganz individuell auf die wirtschaftlichen Verhältnisse der Schuldner abgestellt. Die Aufwertungsquote richtete sich hier nach der vorhandenen Teilungsmasse[82]). War die Teilungsmasse des Schuldners im Vergleich zu seinen aufzuwertenden Verpflichtungen relativ groß, dann erhielten die Gläubiger dieses Institutes eine verhältnismäßig hohe

---

[80]) Im Grunde war es eine Umrechnung der Papiermarkkredite auf ihren ursprünglichen Goldgehalt, verbunden mit einer gleichzeitigen Abwertung auf $^1/_8$—$^1/_4$ dieses Wertes. Der Aufwertungsgedanke gegenüber der seitherigen Praxis lag darin, daß man früher eine Papiermark = eine Goldmark ansah, und so die Kredite durch die Weiterentwicklung der Inflation entwerteten, während man jetzt diese Entwertung auf 75—88% des ursprünglichen Wertes beschränkte.

[81]) In Kaufkraft gesehen, bedeutete das ca. 8—16% der ursprünglichen Kreditsumme (Preisstand 1926/27 ca. 135—140 gegen 100 in 1913). (Vgl. Schaubild 17.)

[82]) Die Teilungsmasse bestand aus den noch vorhandenen Vermögenswerten der seinerzeitigen Kreditverwendung. (Für Pfandbriefe z. B. aus den Aufwertungshypotheken.) Hinzu konnten allerdings noch Zuwendungen aus späteren Gewinnen der Institute kommen. Die höchste bisherige Ausschüttung erfolgte bei der Hannoverschen Bodencreditbank und betrug 46½% der ursprünglichen nominellen Goldmarksumme (lt. Mitteilung dieses Institutes).

Aufwertung; war sie dagegen gering, so mußten sich die Gläubiger mit einer kleinen Quote zufriedengeben.

Grundsätzlich ist zur Aufwertung zu sagen, daß sie wie alle nachträglichen Korrekturen für die Zeit zwischen Kaufkraftänderung und Korrektur nicht wirksam wird. Für die Zukunft schaltet sie aber, wenn sie 100%ig erfolgt, die Auswirkungen der Kaufkraftrisikos aus solange keine neue Kaufkraftänderung des Geldes eintritt. Hier sehen wir die ganze Problematik einer einmaligen Aufwertung. Sie muß notwendig Stückwert bleiben, wenn sie nicht am Beginn einer Epoche stabiler Kaufkraft[83]) steht, oder sich in Zukunft die nominelle Kreditsumme stets an die veränderte Kaufkraft anpaßt[84]). Eine nur teilweise Aufwertung wie die deutsche der Nachinflationszeit hat ihren großen Sinn in der Milderung allzu großer Wirtschaftsschäden. Sie kann aber naturgemäß das Kaufkraftrisiko aus dem Kredit nicht ausschalten, sondern nur seine Auswirkungen lindern helfen.

β) Abwertung.

Mußte die Kaufkraftvernichtung der deutschen Inflation durch eine Aufwertung der Kredite bekämpft werden, so erwächst aus der Preisentwicklung der letzten Jahre das gegenteilige Problem einer Kreditabwertung. Wir hatten schon früher festgestellt, daß aus der Kaufkraftsteigerung der Zins- und Rückzahlungsverpflichtungen die Belastung der Schuldner stark gewachsen ist und gerade hierdurch viele Kredite notleidend geworden sind.

Die an sich schon außerordentlich hohen Zinssätze Deutschlands in den Krisenjahren drängten zu einer Konversion. Hinzu kam die Belastung der Schuldner durch die Kaufkraftsteigerung der Zinsverpflichtungen, die sich bei jedem Zinstermin von neuem hart auswirkte. Dies führte in Deutschland schon 1931 zur praktischen Durchführung einer Zinsabwertung, während bis heute das Problem einer Kreditabwertung wohl erörtert[85]), nicht aber tatsächlich in Angriff genommen worden ist. Wir müssen uns daher hier mit diesen beiden Arten der Abwertung befassen.

---

[83]) Etwa durch Einführung einer Indexwährung.

[84]) Vgl. weiter unten unsere Ausführungen über den Indexkredit S. 177 ff.

[85]) Vgl. Bente, Kapitalabwertung und Wirtschaftskrise (Tübingen 1932); Fricke, Schuldabwertung als wirtschafts- und konjunkturpolitisches Problem (Berlin 1932); Schäfer, Organisierter Kapitalabbau (Stuttgart 1932).

aaa) Zinsabwertung.

Eine nominelle Abwertung der Zinssätze ist in Deutschland bereits zweimal dekretiert worden. Einmal zum 1. Januar 1932 allgemein in einer durchschnittlichen Senkung um $^1/_4$ der ursprünglichen Höhe und das andere Mal durch die Hugenbergsche Zinssenkung für die Landwirtschaft im Jahre 1933. In Kaufkraft gesehen korrigierten diese Maßnahmen nur die eingetretene Kaufkraftsteigerung der Zinssummen. Allerdings war die Korrektur durch die allgemeingültige Senkung ohne Rücksicht auf die Kaufkraft der Kreditgewährung am Zeitpunkt der Abwertung im einzelnen Fall zu gering, in einem anderen Fall vielleicht genau der Kaufkraftveränderung entsprechend, in vielen Fällen aber eine Überkorrektur. Es sei denn, daß wir für diese Fälle in der zu großen Entlastung eine indirekte Kreditabwertung erblicken wollen. Aber bereits die Preisentwicklung kurz nach der Zinsabwertung veränderte wieder die Kaufkraft aller nominellen Geldbeträge. So zeigte es sich, daß eine Zinsabwertung ein untauglicher Versuch ist, das Kaufkraftrisiko im Kredit zu bekämpfen.

Wie aber wirken sich solche zwangsweisen Zinssenkungen auf das Kreditleben aus? Aus dem üblichen nominellen Denken heraus sieht die Praxis weitgehend nicht die Kaufkraftseite dieser Maßnahmen, sondern nur den staatlichen Zwangseingriff in bestehende Verträge. Natürlich hat eine solche Verminderung der Rechtssicherheit eine Verstärkung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos zur Folge und führt so notwendigerweise zu einer Erhöhung der entsprechenden Risikoprämie im Zins. Die Folge ist ein Steigen der Zinssätze bei neuen Kreditabschlüssen[86]). Aber gerade in Zeiten steigender Kaufkraft des Geldes, in der Krise und der Stagnation des Wirtschaftslebens kann nur aus wirklich organischen Zinsermäßigungen der Anstoß zu neuem Aufstieg kommen. Die Zwangskonversionen der Zinssätze sind demnach im Interesse der Gesamtwirtschaft unbedingt zu vermeiden, selbst wenn sie nur eine nachträgliche Korrektur der Kaufkraftentwicklung darstellen.

bbb) Kreditabwertung.

Die kaufkraftmäßig bedingte Schuldabwertung ist eine allgemeinverbindliche, gesetzlich geregelte Herabsetzung nomineller Gläubigeransprüche im Ausmaß der Kaufkraftsteigerung des Geldes zum Zwecke der wirklichen Werterhaltung (Kaufkraft) der Kredite. Sie stellt also eine nachträgliche Korrektur einer Kaufkraftveränderung der Kredit-

[86]) Vgl. auch Diehl, Theoretische Nationalökonomie Bd. IV: Die Lehre von der Distribution, Jena 1933, S. 430/31.

summe dar. Von unserem Standpunkt, daß bei jedem Kredit nur die Erhaltung und Rückgabe der gewährten Kaufkraft und nicht die nominelle Geldsumme wichtig ist, müssen wir eine solche — nur nominelle — Kreditabwertung bejahen und begrüßen. Im Gegensatz zu Fricke[87]) glauben wir nicht an eine „künstliche Herabminderung der Schuldverpflichtungen" durch eine solche Abwertung. Die Herabminderung ist nur nominell, der wahre Gehalt der Kredite an Kaufkraft war verfälscht und wird durch die Abwertung erst wieder in der ursprünglichen Höhe hergestellt. Deswegen ist auch die Parallele dieser Schuldabwertung zum privatwirtschaftlichen Vergleich und zum Konkurs[87]) nicht berechtigt. Vergleich oder Konkurs und der hieraus resultierende Verlust des Gläubigers ist ganz in der persönlichen Wirtschaftslage des Schuldners begründet. Wohl kann auch die Kaufkraftsteigerung der Kredite Anlaß zu einem Konkurse werden, nicht aber wenn der Schuldner gut fundiert ist. Die Schuldabwertung als Folge der Kaufkraftsteigerung muß aber unabhängig von den wirtschaftlichen Verhältnissen des Kreditnehmers erfolgen, und zwar allgemein für alle Kredite, bei denen die Kaufkraftänderung des Geldes wirksam geworden ist. — Noch ein anderer Unterschied besteht zwischen dem Konkursverzicht des Gläubigers und einer Kreditabwertung in unserem Sinne. Im ersten Fall entsteht dem Gläubiger, sowohl nominell als auch kaufkraftmäßig[88]) ein wirklicher Verlust. Bei der allgemeinen Kreditabwertung dagegen ist die nominelle Herabsetzung von keinem Verlust in tatsächlicher Kaufkraft begleitet. Sie soll im Gegenteil ja gerade vermeiden, daß der Kredit durch die Kaufkraftsteigerung für den Schuldner untragbar wird und aus dessen Zusammenbruch dem Gläubiger ein tatsächlicher Verlust entsteht.

Der notwendige Umfang der Kreditabwertung ist damit bereits gegeben. Er muß genau der Kaufkraftveränderung entsprechen, die den einzelnen Kredit getroffen hat. Eine nur teilweise Abwertung wäre dagegen schlimmer als gar keine. Sie würde nur Unruhe in die Wirtschaft tragen, alle Beteiligten unzufrieden machen und den gewünschten Erfolg doch nicht herbeiführen. Wenn schon eine Abwertung durchgeführt werden soll, dann muß sie konsequenterweise auch die wirklichen Auswirkungen der Kaufkraftveränderung des Geldes auf die bisher nominell gebundenen Kredite ganz ausschalten.

---

[87]) Fricke, Schuldabwertung als wirtschafts- und konjunkturpolitisches Problem, Berlin 1932, S. 8.

[88]) Ausnahmsweise ist auch der Fall denkbar, daß die Konkursquote genau der Kaufkraftveränderung entsprechen würde. Er wird allerdings kaum einmal praktisch werden.

Aus demselben Grunde ist auch eine gleichmäßige Abwertung aller Kredite in irgendeiner Höhe[89]) — etwa 30% — ohne Rücksicht auf die tatsächliche Kaufkraftveränderung des jeweiligen Kredites für die Wirtschaft untragbar. Sie würde notwendig zu großen Ungerechtigkeiten führen, denn jeder Kredit hat eine eigene Kaufkraftentwicklung durchgemacht, je nach dem Zeitpunkt der Kreditgewährung[90]). Eine solche Abwertung in gleicher Höhe für alle Kredite hätte alle die Mängel, wegen der wir die Inflation und Deflation sowie die Indexwährung ohne vorherige Umwertung der Kredite ablehnen mußten.

Es bleibt jetzt zu untersuchen, welche Auswirkungen unter den angeführten Voraussetzungen eine Kreditabwertung auf die Gläubiger, die Schuldner und auf die Gesamtwirtschaft haben wird. Nur denn, wenn die Abwertung sich sowohl für beide Interessengruppen als auch für die Gesamtheit günstig auswirken wird, ist ihre Durchführung berechtigt.

Am vordringlichsten ist die Untersuchung der Gläubigerinteressen, weil sie ja durch die nominelle Schuldabwertung scheinbar einen Verlust erleiden. Aus dem nominellen Denken heraus werden sich die Gläubiger bestimmt gegen eine Kreditabwertung wenden. Sie sehen zunächst nur den Kapitalschnitt, der sie morgen nominell, aber nicht tatsächlich schlechter stellt als sie heute dastehen. Auch gegen die Erkenntnis werden sie sich zuerst sträuben, daß ihnen nur eine ohne ihr Zutun zugewachsene Kaufkraftvergrößerung wieder genommen und damit nur gerechterweise die Sachlage vom Zeitpunkt der Kreditgewährung wiederhergestellt werden soll. Die Kreditgeber glauben ein Anrecht darauf zu haben, auch einmal eine Kaufkraftsteigerung für sich beanspruchen zu dürfen, nachdem sie doch durch die Inflation einen sehr großen Kaufkraftverlust erlitten haben. Jeder, auch wenn er durch die Inflation nichts verloren hat, behauptet nämlich unter den Leidtragenden jener Zeit gewesen zu sein. Wir haben aber schon bei der Besprechung einer eventuellen nachträglichen Heilung der Kaufkraftveränderung durch die Weiterentwicklung[91]) gesehen, daß gar kein Zusammenhang zwischen einer jetzigen Gläubigerstellung und einer ebensolchen zur damaligen Zeit besteht. Eines

[89]) Wie sie Fricke in seinem Buche „Schuldabwertung als wirtschafts- und konjunkturpolitisches Problem" (Berlin 1932) empfiehlt.

[90]) Daß der einzelne Kredit aus der speziellen Kreditverwendung eine andere als die allgemeine Kaufkraftentwicklung durchgemacht haben kann, ist eine Auswirkung des mit jeder wirtschaftlichen Tätigkeit übernommenen Unternehmerrisikos. Dieses kann und soll den Betroffenen nicht durch die Abwertung abgenommen werden. Vgl. auch weiter unten die Ausführungen über die einzelnen Kaufkraftindices S. 180 ff.

[91]) Vgl. oben S. 139 ff.

allerdings ist sicher, daß Aufwertungskredite nicht der Schuldabwertung unterliegen dürfen. Denn sie sind im Grunde genommen bereits auf etwa $^1/_8$ bis $^1/_4$ ihres ursprünglichen nominellen Wertes abgewertet, was kaufkraftmäßig gesehen ca. $^1/_{12}$ bis $^1/_6$ bedeutet (bei einem Preisstand von 135 bis 140 in 1926/27 gegenüber 100 in 1913). Sie haben durch die Kaufkraftsteigerung nur einen Teil ihres früheren tatsächlichen Kaufkraftverlustes wieder eingeholt.

Es entsteht hier die Frage, ob es überhaupt im Gläubigerinteresse liegt, auf dem Danaergeschenk der Kaufkraftsteigerung zu bestehen. Die nominelle Kreditsumme in ihrer jetzigen Höhe ist bei den vor mehreren Jahren gewährten Krediten in sehr vielen Fällen nur eine fiktive Größe. Wenn es überhaupt möglich ist, wird oft nur unter großen Anstrengungen der Zins vom Schuldner aus seinem Vermögen oder durch Aufnahme neuer Kredite bezahlt. Häufig wird aber auch ein Zinsmoratorium notwendig sein, um wenigstens die Kreditsumme selbst in etwa zu retten. An eine Rückzahlung des Kredites ist wohl nur in Ausnahmefällen — außer durch anderweitige Kreditneuaufnahme zu denken. Fast immer wird der Kredit eingefroren und bestenfalls mit Hilfe eines teilweisen Verzichtes aufzutauen sein. Dieser Verzicht im privatwirtschaftlichen Vergleich wird selten einmal geringer, in den weitaus meisten Fällen aber bedeutend größer als die Kaufkraftsteigerung sein. Dann wird der Gläubiger einen realen Verlust erleiden, der ihm gerade durch eine nominelle Abwertung der Kreditsumme auf eine gesunde Höhe erspart geblieben wäre. Auch wenn der Gläubiger aus dem Vermögen des Schuldners Befriedigung in Höhe der vollen ursprünglichen Kreditsumme erhält, schädigt er dadurch für die Zukunft sich und die Gesamtwirtschaft. Dadurch wird nämlich die wirtschaftliche Stellung des Schuldners geschwächt und das Vertrags-Erfüllungs-Risiko gesteigert, soweit es aus den wirtschaftlichen Verhältnissen des Kreditnehmers entsteht[92]).

Selbstverständlich wird man den Gläubigern nicht eine Abwertung zumuten können und sie dann durch neuerliche Bindung des abgewerteten Kredites an eine nominelle Summe dem einseitigen Risiko der Kaufkraftsenkung des Geldes ausliefern dürfen. Deshalb ist eine Kreditabwertung nur berechtigt, wenn in Zukunft entweder die Kaufkraft des Geldes stabil gehalten wird oder aber die Einwirkungen der Kaufkraftänderungen auf den Kredit durch Lösung von der nominellen Bindung unmöglich gemacht wird[93]).

---

[92]) Vgl. oben S. 26.

[93]) Vgl. unsere Ausführungen über den Indexkredit weiter unten S. 177 ff.

Wir glauben, daß aus den angeführten Gründen und vor allem im Hinblick auf die günstigen gesamtwirtschaftlichen Folgen eine Schuldabwertung unter der zuletzt gemachten Voraussetzung auch im wohlverstandenen Interesse der Gläubiger wäre.

Viel größer wird die psychologische Bereitschaft der Schuldner zu einer Schuldabwertung sein. Sie sehen ihren Vorteil bei einer solchen Aktion klar vor Augen. Allerdings müssen sie sich vor einer Überschätzung ihres persönlichen Vorteiles hüten. Die Schuldabwertung stellt nur die Korrektur einer übermäßigen Kaufkraftbelastung und deren Rückführung auf das ursprüngliche Maß dar. Bei wirtschaftlicher Kreditverwendung braucht dann der Schuldner die Zinsen und Teile der Rückzahlung nicht mehr aus seinem Vermögen zu ersetzen, sondern kann die Zinsen aus den Ergebnissen der Kreditverwendung und die Rückzahlung aus deren Auflösung bestreiten. Eine vom Schuldner bewirkte Kapitalfehlleitung und ihre Auswirkungen belasten ihn dagegen auch weiterhin in entsprechendem Umfang [94]).

Trotzdem könnte die Gefahr bestehen, daß der Schuldner aus der jetzt erlangten Entlastung zu neuer Kreditaufnahme und Kapitalfehlleitung bereit wäre, insbesondere im Hinblick auf eine Kaufkraftsenkung des nominellen Kredites in einem neuen Wirtschaftsaufschwung. Gegen diese Gefahr wirkt zwar bereits die naheliegende Möglichkeit einer späteren Aufwertung entsprechend der Kaufkraftsenkung des Geldes, analog der jetzigen Abwertung. Der einzig richtige und konsequente Weg ist allerdings — auch zur Bekämpfung von Kapitalfehlleitungen — die Stabilisierung der Kaufkraft der Kredite. Dann besteht die Aussicht auf spekulative Gewinne aus der Kaufkraftsenkung der Kredite nicht mehr und somit entfällt der bisherige Ansporn zu gewagten Kapitalverwendungen, die meist zu wirtschaftlich unproduktiven Ergebnissen führten.

Nicht zu unterschätzen aber wird das Moment der psychologischen Entlastung der Unternehmer sein, die aus ihrer Lethargie aufgerüttelt wieder den Mut zu neuer wirtschaftlicher Betätigung finden und damit die Krise überwinden helfen.

Ausschlaggebend bei der Abwägung der Gründe für und gegen eine Kreditabwertung müssen aber ihre Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft sein. Unter den jetzigen Umständen nominell starr gebundener Kredite errechnen die Gläubiger auch bei Kaufkraftsteigerung nur die nominellen Zinseinnahmen als Einkommen und bei

[94]) Wenn sich die reale Kreditverwendung in größerem Ausmaß schlechter als die allgemeinen Warenpreise entwickelt hat, so stellt sie eine wirtschaftliche Kapitalfehlleitung dar und ihre Folgen müssen vom Kreditnehmer getragen werden.

Rückzahlung des vollen ursprünglichen Kreditbetrages keinen Gewinn. Auf der anderen Seite aber stellt der Schuldner einen tatsächlichen Verlust fest, der in der Differenz der nominellen Kreditsumme und dem Erlös der Kreditverwendung besteht. Soweit dieser Verlust aus der Kaufkraftsteigerung des Geldes resultiert, muß ihm aber ein gleichgroßer Gewinn beim Gläubiger gegenüberstehen. Gesamtwirtschaftlich gesehen muß sich nämlich beim Kreditgeschäft der Verlust an Kaufkraft des einen Partners durch einen entsprechenden Gewinn des anderen Partners ausgleichen. Wie wir gesehen haben, weist aber nur der Schuldner sein Minuseinkommen aus, während der Gläubiger sein zusätzliches Einkommen nicht sieht. Die Folge ist eine künstliche Verminderung des Einkommensfonds der Geldverkehrsgleichung, die naturnotwendig die Krise verschärfen und sich dem Wiederansteigen der Wirtschaft hemmend entgegenstemmen muß.

Wenn sich der Gläubiger aber zu einem Teilverzicht bei der Kreditrückzahlung bereitfinden läßt, dann errechnet er für den Teil des Verzichtes, der nur die Kaufkraftsteigerung aufwiegt, einen Scheinverlust. Dieser wirkt sich ebenso unberechtigt schmälernd auf den Einkommensfonds aus, da er in Wirklichkeit gar kein Verlust ist. Eine allgemein durchgeführte Kreditabwertung als Folge und im Ausmaß der Kaufkraftsteigerung des Geldes würde aber ihr Wesen als rein nominelle Vermögenswertänderung klar erkennen lassen. Schon das Unschädlichmachen der angeführten Ursache der Krisenverschärfung würde die Durchführung der Schuldabwertung berechtigt erscheinen lassen. Dann könnten echte konsumwirtschaftliche Bedürfnisse befriedigt werden, was heute weitgehend mit Rücksicht auf die Scheinverlustrechnung unterbleibt.

Hinzu kommt noch die beruhigende Wirkung, die jeder Bereinigung der Wirtschaftslage eigen ist. Hier würde sie besonders zutage treten, weil die Gläubiger dann erkennen würden, daß sie durch die Herabminderung der nominellen Kreditsumme gar keinen Verlust erleiden. Sie können ja mit der neuen Nominalsumme dieselbe Warenmenge kaufen, die sie zur Zeit der Kredithergabe mit der vollen Kreditsumme hätten kaufen können. Andererseits sind aber die abgewerteten Kredite bedeutend sicherer geworden. Für die Schuldner aber wird die Entlastung von unverschuldet schwerdrückenden Krediten den Mut zu neuer wirtschaftlicher Betätigung erwecken. Da ihm die Vertragserfüllung nach der Abwertung auch wirtschaftlich möglich sein wird, können dann auch Zins- und Zahlungsmoratorien mit ihren wirtschaftshemmenden Wirkungen wegfallen. Man könnte endlich alle Beschränkungen, die heute der Geltendmachung der Vertragserfüllung entgegenstehen, fallen lassen und damit das Vertrags-Erfüllungs-Risiko der Kre-

dite beschränken. Letzten Endes wendet sich der heutige Vollstreckungsschutz doch gegen den Beschützten, weil seine Kreditwürdigkeit hierdurch stark vermindert erscheint. Neue Kredite kann er unter den jetzigen Verhältnissen gar nicht oder nur zu Zinssätzen bekommen, die eine große Prämie für das Vertrags-Erfüllungs-Risiko enthalten.

So bekämpft die Kreditabwertung die Scheinverlustrechnung mit ihren krisenverschärfenden Folgen und wirkt außerdem risikovermindernd und damit im Sinne einer organischen Zinssenkung. Ihre Durchführung erscheint uns daher im Hinblick auf den so dringend notwendigen Wirtschaftsaufschwung durchaus berechtigt. Wesentlich ist allerdings, daß der Gläubiger sich davon überzeugen läßt, daß die Kreditabwertung für ihn keinen Verlust bedeutet, sondern nur ein Zurückführen des Kredites auf die ursprüngliche Kaufkraft darstellt — eine Kaufkraft, die ihm aber auch für die Zukunft stets erhalten bleibt[95]). Würde der Gläubiger nicht zu dieser Überzeugung gelangen, dann würde auch die Kreditabwertung ähnlich der Zinsabwertung zu erhöhten Risikoprämien im Zins führen. Der Abwertung müßte also ein gut geführter Aufklärungsfeldzug über die Kaufkrafterhaltung vorausgehen.

Die Durchführung der Abwertung müßte ganz auf die Kaufkraftentwicklung des Geldes abgestellt sein. Ihr natürliches Anwendungsgebiet wären alle noch bestehende Kredite seit der Stabilisierung bis zur Gegenwart mit einziger Ausnahme der Aufwertungskredite. Für jede Woche dieses Zeitraumes wäre etwa an Hand des amtlichen Großhandelsindexes[96]) die Veränderung der Kaufkraft des Geldes festzustellen. Hierbei hätte natürlich der Zeitpunkt der Abwertung die Indexzahl 100 zu erhalten und müßten die Zahlen des amtlichen Indexes entsprechend umgerechnet werden. Die nominelle Höhe der Kredite brauchte dann nur im Verhältnis der jeweiligen Indexziffer zu 100 umgerechnet zu werden. Damit wären sämtliche noch bestehende Kredite auf ihre ursprüngliche Kaufkraft zurückgeführt.

Eine große Schwierigkeit besteht jedoch für die Kredite, bei denen der Schuldner zwar derselbe geblieben, der Gläubiger dagegen inzwischen ein- oder mehrmals gewechselt hat (z. B. bei Pfandbriefen und börsengängigen Obligationen des Reiches usw.). Allerdings wird der neue Gläubiger regelmäßig nicht die volle, sondern nur einen Teil

---

[95]) Siehe S. 177 ff.

[96]) Wir sind uns klar darüber, daß dem Großhandelsindex für diesen Zweck große Mängel anhaften. Trotzdem kommt er in seiner Form als Gesamtindex unseren Ansprüchen am nächsten. Richtiger wäre wohl unser Kaufkraftindex, vgl. unter S. 186 ff.

der nominellen Kreditsumme bezahlt haben[97]). Erst in der letzten Zeit haben sich die Kurse wieder erholt, eine Tatsache, die bei weiterem Anhalten wohl bald zu einer — diesmal echten und freiwilligen — Zinskonversion führen wird. Kämen wir aber zu einer Kreditabwertung, dann wäre auch bei den bisherigen Zinssätzen die dringend notwendige Erleichterung der Kreditnehmer erreicht. Abgewertete Kredite könnten von der Zinskonversion ausgenommen bleiben, weil ihre Zinsverpflichtungen bereits durch die Abwertung verringert wären.

Die ganze Abwertung hat jedoch keinen Sinn, wenn die Kredite der neuen Grundlage wieder nominell gebunden werden. Dann wird nämlich der ganze Erfolg bei der nächsten Kaufkraftänderung des Geldes illusorisch werden. Deshalb ist wie bei der Aufwertung auch hier zu sagen, daß die Abwertung nur dann berechtigt ist, wenn sie gleichsam als Vorstufe zum kaufkraftstabilen Kredit erfolgt. Im anderen Fall wäre sie ein Augenblickserfolg, der in kurzer Zeit doch nur mehr einen Vergangenheitswert darstellen würde und notwendig früher oder später aus Gerechtigkeitsgründen zu neuer Auf- bzw. Abwertung, je nach der Kaufkraftentwicklung führen müßte.

bb) Grundsätzliche Aufgabe der nominellen Bindung der Kredite und Anschluß an einen Kaufkraftindex.

Es bleibt noch der letzte, für die Kreditwirtschaft wohl einschneidenste Versuch zur Ausschaltung des Kaufkraftrisikos zu untersuchen. Bei der Kreditumwertung hatten wir zum erstenmal ein bewußtes Abweichen von der starren nominellen Bindung der Kredite kennengelernt. Grundsätzlich waren zwar auch hier die Kredite zunächst an eine nominelle Geldsumme gebunden. Erst wenn sich die Kaufkraft deer Geldeinheit in großem Ausmaße verändert hatte, wurde diese Bindung aufgehoben, der Kredit durch Auf- oder Abwertung ganz oder teilweise an die veränderte Kaufkraft angeglichen und die Kredite dann in dem neuen Verhältnis wieder nominell gebunden. Bei der Untersuchung mußten wir feststellen, daß die neuerliche nominelle Starrheit der Kredithöhe schon bei der nächsten Veränderung der

---

[97]) Nach Wirtschaft und Statistik Jahrg. 1929 S. 61, 1930 S. 115, 1934 S. 89 und 188, die regelmäßig das Kursniveau für festverzinsliche Wertpapiere veröffentlicht, betrugen die Börsenkurse für 6%ige Wertpapiere im gewogenen Durchschnitt:

1928	85,50 %	IV. 1931	70,42 %	XII. 1933	89,55 %
1929	81,42 %	IV. 1932	62,98 %	I. 1934	91,97 %
1930	83,34 %	XII. 1932	76,32 %	II. 1934	91,63 %
I.—VI. 1931	83,43 %	VI. 1933	80,14 %	III. 1934	91,90 %

Kaufkraft den Nutzen der Umwertung mindestens teilweise illusorisch machen würde. Deswegen hatten wir die Forderung aufgestellt, daß eine Kreditumwertung nur zu Beginn einer Epoche stabiler Kaufkraft der Kredite erfolgen dürfe.

Es gibt zwei Wege zur Herbeiführung stabiler Kreditkaufkraft. Den einen, die Indexwährung auf Grund des „Warenkorbgeldes" haben wir schon besprochen[98]). Die Indexwährung hält an der starren Kreditsumme fest, versucht aber durch Manipulierung der Währung die Kaufkraft der Geldeinheit und damit auch die der Kredite stabil zu halten. Dieser Weg ist zweifellos der radikalste, berührt er doch die ganze Wirtschaft in allen ihren Teilen und erschwert auch den Verkehr mit den ausländischen Wirtschaften, weil die Indexwährung die Wechselkurse dauernd schwankend gestalten muß.

Der **Indexkredit** dagegen bricht grundsätzlich mit der Tradition des geldgebundenen Kredites und will durch den engen Anschluß an die tatsächliche Kaufkraftentwicklung den Kredit in seinem wirklichen Wert — in der Kaufkraft — stabil halten. Wenn wir aber den Kredit von der Geldeinheit lösen, müssen wir eine andere Größe finden, in welcher der Kredit ausgedrückt und für die ganze Dauer seiner Laufzeit gebunden bleibt. Ohne eine solche Krediteinheit wäre nämlich der ganze Kreditverkehr praktisch unmöglich. Da wir die Stabilität der Kaufkraft der Kredite anstreben, kommen wir zwangsläufig zur „Kaufkrafteinheit", einer Rechengröße, die zu jeder Zeit die gleiche Kaufkraft im Realgütermarkt repräsentiert.

Es gilt jetzt diese Kaufkrafteinheit in ihrem Gehalt und in ihrem jeweiligen Verhältnis zum Währungsgeld zu bestimmen, denn das Geld soll auch in Zukunft alle seine bisherigen Aufgaben weiter erfüllen außer derjenigen, Recheneinheit der Kredite zu sein.

Die Kaufkraft des Geldes und ihre Veränderung kann räumlich, zeitlich und sachlich verschieden sein. Die räumliche Verschiedenheit der Kaufkraft ist in jedem größeren Wirtschaftsgebiet stets vorhanden. Auch in einer konjunkturlosen Wirtschaft und bei ganz stabiler Kaufkraft des Geldes würde z. B. die Butter in einer Großstadt einen anderen, höheren Preis haben als auf dem flachen Lande, wo sie produziert wird. Auch die Änderung der Kaufkraft des Geldes, einer Ware gegenüber kann zunächst an einem Ort entstehen und sich von hier aus schnell oder allmählich über das ganze Wirtschaftsgebiet ausdehnen. An einem bestimmten Zeitpunkt ist die Kaufkraftänderung demnach u. U. nicht für alle Teile des Wirtschaftsgebietes gleichgroß; hier mag sie bereits in ihrem ganzen Ausmaß vollzogen sein, während

[98]) Vgl. weiter oben S. 163 ff.

sie dort noch gar nicht oder erst zu einem Teil eingetreten ist. Diese räumlichen Unterschiede der Kaufkraft sind in der Wirtschaft unvermeidlich und sind die eigentliche Berechtigungsgrundlage für den Warenhandel. Trotzdem läßt sich für die Aufstellung eines Kaufkraftindexes aus den Einzelpreisen der verschiedenen Gebietsteile ein Durchschnittspreis für das gesamte Wirtschaftsgebiet ermitteln. — Ebenso werden die Warenpreisänderungen nicht immer gleichzeitig ab Fabrik, im Großhandel und beim letzten Umsatz an den Verbraucher eintreten. Auch hier läßt sich eine durchschnittliche Veränderung errechnen, wobei allerdings die Umsätze ab Werk und im Großhandel ein größeres Gewicht haben müssen, weil die Preisveränderungen im Einzelhandel viel differenzierter erfolgen und man aus technischen Gründen nicht alle Einzelhandelsumsätze erfassen kann. Immerhin glauben wir auch so den normalen Preis jeder Ware für das Gesamtgebiet und seine durchschnittlichen Veränderungen einwandfrei feststellen zu können.

Daß sich die Kaufkraft des Geldes zeitlich ändert, ist das A und O unserer ganzen Untersuchung über das Kaufkraftrisiko im Kredit. Diese zeitlichen Veränderungen sollen genau festgestellt und in die Form von Indexzahlen gekleidet werden, um mit ihrer Hilfe die bisher nominell gebundenen Geldsummen der Kredite in eine rechnerische Größe, die Kaufkrafteinheit umrechnen zu können. Auf diesem Wege wollen wir ja versuchen, dem Kredit dauernd seine ursprüngliche Kaufkraft zu erhalten.

Schließlich ist die Kaufkraftveränderung des Geldes auch sachlich verschieden. Sie ist fast jeder einzelnen Ware gegenüber eine andere. Daher hätte es natürlich keinen Sinn, die Preisveränderungen einer Ware allein oder diejenige einer geringen Anzahl von Waren zum Ausgangspunkt für den Kaufkraftindex zu wählen. In diesem Fall würde nämlich sofort die Schwierigkeit der Auswahl der Indexware auftreten, denn welche Ware würde keinen Sonderbewegungen unterworfen sein? Weil man seinerzeit geglaubt hatte, daß das Gold dieser Anforderung entsprechen würde ist man damals zur Einführung der Goldwährung gekommen[99]). Wie wenig aber das Gold tatsächlich kaufkraftstabil ist, haben wir in den letzten Jahren selbst erfahren.

Ausgangspunkt zur Berechnung des Kaufkraftindexes darf also nicht eine einzelne Ware sein. Dies wäre nur dann gerechtfertigt,

[99]) Im Gegensatz zu I. Fisher (der schwankende Geldwert, Berlin 1924, S. 31) glauben wir doch, daß die vermeintliche Wertstabilität des Goldes zur Goldwährung geführt hat. Die von F. aufgeführten Gründe „leichter Transport, Dauerhaftigkeit und Teilbarkeit" sind nicht nur dem Gold, sondern auch dem Silber und anderen Metallen eigen. Insbesondere der Übergang von der Silber- zur Goldwährung spricht für unsere Auffassung.

wenn alle Waren in einer bestimmten Preisrelation zueinander ständen und sich alle Preise stets nur gleichmäßig erhöhen bzw. ermäßigen würden. Da aber diese Voraussetzung nicht gegeben ist und wir keinesfalls in den Fehler der Goldwährungskredite — Bindung an den Preis einer Ware — zurückfallen wollen, müssen wir möglichst alle Warenpreise und ihre Schwankungen zu erfassen suchen, um daraus den angestrebten Index der allgemeinen Kaufkraft des Geldes aufzustellen.

α) Die verschiedenen Kaufkraftindices.

aaa) Der Index der speziellen Kreditverwendung.

Hier tritt die Frage auf, ob man wirklich die Kredite durch Index an die allgemeine Kaufkraft binden soll oder ob für den einzelnen Kredit die Kaufkraftveränderungen innerhalb der Branche oder gar diejenige der jeweiligen Kreditverwendung wichtiger ist.

Nehmen wir einmal an, der Kredit würde in seiner nominellen Höhe von der Kaufkraft der speziellen Kreditverwendung abhängig gemacht. Untersuchen wir ein Beispiel solcher individuellen Behandlung. Jemand kaufte vor einigen Jahren ein Haus für 100 000 RM, wovon 50 000 RM von ihm selbst aufgebracht und 50 000 RM als Hypothekarkredit aufgenommen wurde, der in der heutigen Zeit zurückbezahlt werden muß. In den letzten Jahren sind die Häuserpreise auf weniger als die Hälfte des früheren Standes zurückgegangen. Wir unterstellen, daß der Verkaufswert dieses Hauses heute, am Ende der Kreditfrist 50 000 RM betrage.

Unter den jetzigen Umständen des nominell gebundenen Kredites muß der Schuldner das Haus verkaufen und kann mit dem gesamten Erlös gerade den Kredit abdecken. Durch die Entwicklung ist er seines ganzen Vermögens enteignet worden und besitzt nach Rückzahlung des Kredites nichts mehr — während er beim Hauskauf noch ein eigenes Vermögen von 50 000 RM besessen hatte. Der Gläubiger dagegen gab seinerzeit den halben Wert dieses Hauses und erhält jetzt mit der Rückzahlung des Kredites dessen vollen Wert.

Ist aber der Kredit an die Preisentwicklung dieses Hauses gebunden, dann wird der Kreditnehmer bei einem Hausverkauf jetzt nur 25 000 RM zurückzahlen müssen und sein Vermögen in der ursprünglichen Kaufkraft diesem einen Haus gegenüber gerettet. Aber bereits bei jeder Neuanlage dieser Geldsumme ist deren Beziehung zu dem früheren Hausbesitz vollständig bedeutungslos. Der Gläubiger hat in unserem Beispiel denselben nominellen Verlust wie der Hausbesitzer zu tragen. In der allgemeinen Kaufkraft des Geldes gesehen kann dies einen tatsächlichen Verlust, eine Aufrechterhaltung der wirtschaftlichen

Stellung im Realgütermarkt oder auch einen Gewinn an Kaufkraft bedeuten. M. a. W., das volle Risiko der Kreditverwendung ist anteilsmäßig vom Unternehmer auf den Kreditgeber abgewälzt worden. Das ist aber unbedingt unbillig, denn das Risiko der speziellen Kreditverwendung muß und kann nur der Unternehmer selbst tragen. Der Kreditgeber hat meist keinen direkten Einfluß auf die Art der Kreditverwendung, insbesondere wenn diese laufend wechselt. Man wird ihm deswegen auch nicht ein vom Unternehmer zu tragendes Risiko aufbürden können. Zu einem gewissen Teil übernimmt er dieses Risiko indirekt auch unter den jetzigen Verhältnissen, und zwar in der Form des Vertrags-Erfüllungs-Risikos, soweit es aus der Kreditverwendung entsteht[100]). Andererseits muß der Kreditnehmer bei diesem individuellen Indexkredit auch den aus seiner besonderen wirtschaftlichen Betätigung entstehenden Gewinn anteilsmäßig mit dem Kreditgeber teilen. Unbilligerweise kommt er so um den Ertrag seiner persönlichen Unternehmerqualitäten. Die Folge wäre wohl unweigerlich ein Zurückdrängen des Unternehmergeistes und damit ein Erschweren des wirtschaftlichen und technischen Fortschrittes.

Grundsätzlich hat der Kreditgeber die Möglichkeit, Kredite an alle Branchen und für jeden Verwendungszweck zu gewähren. Würden nun alle Kredite an ihren speziellen Index gebunden, dann könnte jeder einzelne Kredit eine andere Kaufkraftentwicklung durchmachen. Die Folge wäre eine ungeheure Mannigfaltigkeit und Unübersichtlichkeit des Kreditmarktes, die den gesamten Kreditverkehr lahmlegen müßte. Man denke nur an die Auswirkungen auf den Geschäftsbetrieb einer Bank als gewerbsmäßigem Kreditvermittler. Praktisch ließe sich hier d i e s e Indexbindung überhaupt nicht durchführen.

Noch aus einem anderen Gesichtspunkt müssen wir zur Ablehnung des Indexkredites im Anschluß an die spezielle Kreditverwendung kommen. Nicht immer ist nämlich aus der Kreditform die Art der Kreditverwendung zu erkennen. Insbesondere werden Hypothekarkredite nicht nur zur Finanzierung von Haus- und Grundstückskäufen, sondern sehr häufig auch als Mobilisierungskredite aufgenommen. Dann besteht die tatsächliche Kreditverwendung vielleicht im Ankauf von Waren zum Betriebe eines Handelsgewerbes und kann somit eine ganz andere Preisentwicklung nehmen, als sie der Grundstücksmarkt aufweist.

Aus allen diesen Gründen halten wir den Anschluß der Kredite an einen Kaufkraftindex der s p e z i e l l e n Kreditverwendung für unwirtschaftlich und im Kreditleben überhaupt nicht für durchführbar. Wahr-

---

[100]) Siehe oben S. 26 ff.

scheinlich würde sich der Verkehr nach einem anderen allgemeinen Wertmaßstab umsehen und voraussichtlich doch wieder sehr bald zum Gold als Kreditgrundlage zurückkehren. Dann wäre wieder alles beim alten, und die Kredite würden wie bisher dem Kaufkraftrisiko zwangsweise unterworfen sein.

bbb) Branchen- oder Warengruppenindex.

Wir haben jetzt zu untersuchen, ob die Kredite in ihrer nominellen Höhe etwa an die Kaufkraftentwicklung einer Branche oder einer größeren Warengruppe angeschlossen werden sollen. Dieser Gedanke entsteht aus der Erfahrung, daß die Preise verschiedener Warengruppen zur selben Zeit durchaus nicht gleichmäßig zu schwanken pflegen. Vom 5. April 1933, dem niedrigsten Gesamtindexstand der Nachinflationszeit, bis zum 28. Februar 1934 entwickelten sich nach dem amtlichen Großhandelsindex die Preise der

Indexgruppen	A 5. 4. 1933	B 28. 2. 1934	Veränderung von A zu B absolut + −	Veränderung von A zu B in % des Standes vom 5. 4. 1933 + −
Agrarstoffe	81,2	92,0	+ 10,8	+ 13,3
Künstliche Düngemittel	71,8	71,6	− 0,2	− 0,28
Industrielle Fertigfabrikate	111,3	115,0	+ 3,7	+ 3,32
Baustoffe	103,2	106,6	+ 3,4	+ 3,29
Metalle ohne Eisen	47,0	47,7	+ 0,7	+ 1,49
Eisenrohstoffe und Eisen	101,6	102,4	+ 0,8	+ 0,79
Kohle	114,8	116,2	+ 1,4	+ 1,22
Textilien	60,4	72,6	+ 12,2	+ 20,2
Gesamtindex	90,5	95,8	+ 5,3	+ 5,86

Wie wir sehen, hat jede Warengruppe eine von den anderen Gruppen abweichende Preisgestaltung erfahren. Die Verschiedenheiten sind zum Teil sehr stark[101]). Wäre es also richtig, die Kredite, je nach der Branche, der sie gewährt werden, an den speziellen Branchen- bzw. Warengruppenindex zu binden?

Zunächst erscheint dies einleuchtend und gerecht. Aber auch hier ist der Haupteinwand der, daß man nicht dem Kreditgeber die Übernahme des Unternehmerrisikos der Kreditverwendung zumuten kann.

[101]) Interessant ist hierbei die Feststellung, daß sowohl absolut als auch in noch größerem Maß relativ die Textilpreise bedeutend mehr als die Agrarstoffe gestiegen sind. Ein wirkliches Bild zeigen nur die Prozentzahlen, denn sie geben die tatsächliche Veränderung seit dem Stichtag an.

Wie schon vorhin ist auch hier zu sagen, daß der Gläubiger ja niemals vollkommen frei von diesem Risiko ist, sondern es in der Form des Vertrags-Erfüllungs-Risikos aus der Kreditverwendung übernimmt. Eine stärkere Risikobelastung als bisher muß naturnotwendig zu größeren Risikoprämien und damit zu höheren Zinssätzen führen. Selbst wenn ein Unternehmer immer nur in derselben Branche Kredite gewährt und er andererseits auch nur Kredite von Unternehmern dieser einen Branche erhält, so ist er doch durch andere Lebensäußerungen seines Unternehmens mit fremden Wirtschaftsgebieten verbunden, die anderen Gesetzen der Preisentwicklung unterworfen sind. Wir sehen, daß die branchenmäßige Werterhaltung der Kredite nicht das absolut erstrebenswerte Ziel ist. Außerdem würde, wenn auch nicht in demselben Ausmaß wie bei der Bindung der Kredite an die spezielle Kreditverwendung, der gesamte Kreditverkehr außerordentlich undurchsichtig und kompliziert werden, so daß wieder die Gefahr der Rückkehr zum Goldwährungskredit und damit zum Kaufkraftrisiko bestünde. Im ganzen gesehen ist demnach auch der Anschluß der Kredite an die Kaufkraftentwicklung einzelner Warengruppen nicht geeignet zur Durchführung des Indexkredites.

ccc) Index der allgemeinen Kaufkraft des Geldes im Realgütermarkt.

Ursprünglich und tatsächlich sind nur die Preisverschiebungen einzelner Realgüter. Der Preisindex einer Warengruppe ist dagegen ein errechneter Mittelwert aus den Preisveränderungen mehrerer gleichartiger Waren, die zu dieser Gruppe vereinigt worden sind. Analog kann aus der Preisentwicklung aller Realgüter ein Index der allgemeinen Kaufkraft des Geldes im gesamten Realgütermarkt berechnet werden, dessen Genauigkeit ganz von der Art und der Durchführung der Berechnung abhängig ist. Unterstellen wir einmal die Möglichkeit der Aufstellung eines absolut genauen Indexes der allgemeinen Kaufkraft des Geldes[102]), so haben wir jetzt dessen Anwendung auf die Kreditwirtschaft zu untersuchen.

Gegenüber den bisher betrachteten Indices hat der Index der allgemeinen Kaufkraft des Geldes den großen Vorzug der Einheitlichkeit. Bei einer allgemeinen Verbindlichkeit der Einführung dieses Indexes sind wieder wie bei den jetzigen Goldwährungskrediten alle Kredite gleichmäßig behandelt. Die verschiedene Kaufkraftentwicklung des Geldes einzelnen Waren gegenüber hat dann keine direkte Ein-

[102]) Für die Errechnung eines solchen Kaufkraftindexes vgl. weiter unten S. 186 f.

wirkung auf die Höhe der Kredite. Die angeführten, aus individuellen Indexkrediten resultierenden Kreditverkehrsschwierigkeiten können dabei nicht auftreten. Wesentlich ist, daß hier auch der Freizügigkeit des Kredites zu allen Branchen keine Fesseln angelegt werden. Die absolute Höhe des Kredites ist nicht abhängig von dem wirtschaftlichen Erfolg der Kreditverwendung, sondern nur von der allgemeinen Kaufkraftentwicklung des Geldes. So wird das Risiko der Kreditverwendung hier nicht vom Unternehmer auf den Kreditgeber abgewälzt. Die Folgen einer Kapitalfehlleitung treffen zunächst in ihrem vollen Gewicht das Vermögen des fehlleitenden Unternehmers. Erst wenn dieses ganz aufgezehrt ist, trifft die Auswirkung der Fehlleitung — ganz wie beim Goldwährungskredit — den Kreditgeber, dann aber als Folge des von diesem eingegangenen Vertrags-Erfüllungs-Risikos. Dafür wird der Kreditnehmer aber auch die ihm gebührenden Früchte seiner besonderen Unternehmerqualitäten selbst ernten und sie nicht mit dem Kreditgeber teilen müssen.

Andererseits wird mit der Einführung des Indexkredites im Anschluß an die Entwicklung der allgemeinen Kaufkraft des Geldes beiden Kreditpartnern — sowohl dem Kreditgeber als auch dem Kreditnehmer — das Kaufkraftrisiko im Kredit abgenommen. Immer, am Tage der Kredithergabe, an jedem Zinstermin und ebenso bei der Rückzahlung wird der Kredit zwar nicht unbedingt dieselbe nominelle Summe bedeuten, dafür aber dieselbe Kaufkraft im Realgütermarkt besitzen. Demgemäß werden auch die Zinsen stets von derselben Kaufkraft berechnet und daher auch zu jeder Zeit die beim Abschluß des Kreditgeschäftes ausgemachte und von beiden Partnern wirklich gewollte Kaufkraft darstellen.

Ausführlicher werden wir die ganzen Auswirkungen dieses Indexkredites weiter unten[103]) aufzeichnen, während wir uns jetzt der Frage der praktischen Durchführbarkeit dieser Kreditart zuwenden wollen.

β) Durchführung des Indexkredites.

aaa) Der amtliche Großhandelsindex.

Ausgangspunkt zur Berechnung des Kaufkraftindexes darf also nicht eine einzelne Ware oder eine Warengruppe sein. Wir müssen versuchen, einen Index aufzustellen, der wirklich die allgemeine Kaufkraftentwicklung des Geldes den gesamten Realgütern gegenüber aufzeigt.

Die bisher schon vom statistischen Reichsamt und anderen Stellen errechneten Indices sind für unseren Zweck nicht zu gebrauchen. Sie

---

[103]) Vgl. weiter unten S. 188 ff.

stellen die Preisschwankungen einer bestimmten Menge der betreffenden Warengruppe dar und sollen die Entwicklung der Lebenshaltungskosten, der Großhandelspreise für Agrarstoffe, für industrielle Fertigwaren, für Textilien usw. aufzeichnen. So wichtig diese Indexzahlen auch für andere Erkenntnisgebiete sind, für unseren Zweck ergeben sie nicht die Zahlen, die wir benötigen, nämlich die Schwankungen des gesamten Preisniveaus bzw. der allgemeinen Kaufkraft des Geldes. Auch dann, wenn wir mit Irving Fisher[104]) annehmen würden, daß die Bewegung der Engrospreise einer relativ geringen Anzahl von Waren[104]) typisch für die Veränderung des gesamten Preisniveaus wären, so könnten wir den oben angeführten Großhandelsindex doch nicht akzeptieren aus zwei Gründen.

Der eine Mangel der bisherigen Indices ist ihre Basis (1913 = 100) ein Durchschnittswert aus der Vorkriegszeit, der für die Kaufkraftänderungen der Gegenwart gar nichts aussagt, weil damals die Wirtschaftsverhältnisse ganz andere waren. Welcher ist aber der richtige Basiszeitpunkt für unseren Index? Die ideale Wirtschaftslage wäre eine konjunkturlose Wirtschaft, die eine ruhige, stetige und gleichmäßige Aufwärtsentwicklung der Gesamtwirtschaft bedeuten würde. Unter den jetzigen Verhältnissen kommen wir diesem Ideal am nächsten in der Zeit des ersten Anstieges im Konjunkturzyklus[105]). Die Fehldispositionen der Hochkonjunktur sind dann weitgehend durch die Krise liquidiert, und die neuen Auswirkungen der Fehlrechnung sind noch nicht in großem Umfange eingetreten. So ergibt sich fast zwangsläufig als Basiszeitpunkt für unsere Indexrechnung die Zeit des ersten Anstieges.

Zum anderen geht der jetzige Großhandelsindex stets von Wareneinheiten aus und zeigt uns deren Preisschwankungen. Wir wollen dagegen aus den Schwankungen des allgemeinen Preisniveaus die entsprechende gegenteilige Veränderung der allgemeinen Kaufkraft des Geldes feststellen. So führt uns der Sinn des Indexes

---

[104]) Vgl. Irving Fisher: „Die Kaufkraft des Geldes" S. 160 ff. F. vergleicht hier eine Anzahl von Indexmethoden und kommt zu dem Resultat, daß die Schwankungen von etwa 30 Waren typisch für das gesamte Preisniveau sind. Für unsere stark industrialisierte Wirtschaft dürfte dies doch nicht unbedingt stimmen, besonders da bei diesen Repräsentativgütern (so nennt sie Schmalenbach in „Dyn. Bilanz" S. 226) landwirtschaftliche Erzeugnisse stark vertreten sind.

[105]) Bei der Untersuchung „Bilanz und Konjunktur" geht Prof. Schmidt von dem „Zeitpunkt aus, der seinem Wesen nach als der normale Zustand angesprochen werden kann. Als solchen würde ich die Zeit des ersten Anstieges ansehen", in „Die organische Tageswertbilanz", Leipzig 1929, S. 308.

zum einzig möglichen Basiswert. Es ist dies die Warenmenge, die man am Basiszeitpunkt für eine Geldeinheit der Landeswährung — in Deutschland für 1 RM — kaufen kann. Die hierbei ermittelte rechnerische Größe, die stets die gleiche bleibt und an der wir den Wert des Geldes messen, nennen wir eine Kaufkrafteinheit.

bbb) Errechnung eines wirklichen Kaufkraftindexes.

Die praktische Durchführung der Indexberechnung[106]) stellen wir uns wie folgt vor: Von jeder Ware, die regelmäßig einen Umsatz in bestimmter Höhe erreicht[107]), wird ein Durchschnittspreis des gesamten Wirtschaftsgebietes für die übliche Wareneinheit gebildet, der die räumlichen Preisunterschiede im Verhältnis zu ihrem Gewicht für die Gesamtwirtschaft berücksichtigt. Werden Waren in größerem Umfange in verschiedenen Qualitäten gehandelt, so wird jede Qualität als besondere Ware angesehen. Aus diesem Preis für die Wareneinheit ist leicht durch eine einfache Umrechnung die Warenmenge zu ermitteln, deren Preis = einer Währungseinheit ist. Jede dieser Warenmengen nun, sei es 7½ kg Salz, 0,20 m eines bestimmten Stoffes oder irgendeine andere, ist die Wertbasis für einen Kaufkraftindex des Geldes dieser Ware gegenüber[108]). Diese bestimmte Warenmenge als Kaufkrafteinheit bleibt stets die gleiche, an der die Kaufkraftschwankung des Geldes dieser Ware gegenüber gemessen wird. Der Kaufkraftindex der einzelnen Ware ist aber nur ein Hilfsmittel zur Errechnung des Kaufkraftindexes dem Gesamtgütermarkt gegenüber. Errechnen wir nämlich aus diesen Einzelindices den gewogenen Durchschnitt, so erhalten wir einen Gesamtindex für alle Realgüter. Dieser gibt die allgemeine Kaufkraft des Geldes im Gesamtgütermarkt für den Berechnungszeitpunkt an. Der so errechnete Wert, der den Durchschnitt einer Anzahl reeller Einzelwerte darstellt, ist die Kaufkrafteinheit, die feste Basis unseres Kaufkraftindexes[109]). Naturgemäß ist der Index der Kaufkraft-

---

[106]) Vgl. hierzu Flaskämper, „Theorie der Indexzahlen", Berlin 1928, und „Der neue Großhandelsindex des Statistischen Reichsamtes", in Wirtschaft und Statistik Jahrg. 1926 Heft 23 S. 879 ff.

[107]) Mit dieser Bedingung sollen die Waren, deren Umsatz im Verhältnis zum Gesamtgüterumsatz sehr gering ist, aus der Berechnung ausgeschaltet werden. Sie beeinflussen die allgemeine Kaufkraft des Geldes praktisch doch nicht, ihre Bearbeitung stellt daher vermeidlichen Aufwand dar. — Ebensowenig darf einmaligen großen Güterübertragungen ein Einfluß auf den Kaufkraftindex eingeräumt werden.

[108]) Vgl. Flaskämper a. a. O. S. 182 ff.

[109]) Der Basiswert ist demnach auf eine andere Art als beim Warenkorbdollar Irving Fishers bestimmt. F. hat in seinem Warenkorb ganz kleine Mengen der betreffenden Waren, die alle zusammen den Wert

einheit am Basiszeitpunkt gleich 100, weil wir davon ausgehen, daß an diesem Zeitpunkt 1 RM = 1 Kaufkrafteinheit ist. Verändert sich nun ein Warenpreis, d. h. muß man am nächsten Stichtag für dieselbe Warenmenge statt bisher 1 RM jetzt 1,10 RM bezahlen, so ergibt sich eine Indexzahl von 110 für diesen speziellen Index. Ändern sich aber ein Teil oder gar alle Einzelindices, so hat dies zur Folge, daß sich auch der allgemeine Kaufkraftindex in irgendeiner Weise ändert, es sei denn, daß sich die Erhöhungen und Ermäßigungen der Einzelindices gewichtsmäßig zufällig ausgleichen. Im letzteren Falle hat sich ja auch nicht die allgemeine Kaufkraft des Geldes im Realgütermarkt geändert. Unser Gesamtindex stellt demnach den Maßstab dar, mit dessen Hilfe man jederzeit die Kaufkraft des Geldes und ihre Veränderung seit dem Zeitpunkte der letzten oder einer früheren Veröffentlichung feststellen kann.

ccc) Allgemeinverbindlichkeit des Kaufkraftindexes für alle Kredite.

Um dem Index die Erfüllung seines Zweckes als allgemeiner Maßstab zu ermöglichen, muß er für das gesamte Währungsgebiet von einer amtlichen Zentralstelle einheitlich errechnet und an gewissen, nicht zu weit auseinanderliegenden Zeitpunkten bekanntgegeben werden. Wir denken etwa an eine wöchentliche oder eine halbmonatliche Feststellung und Veröffentlichung. Der zu wählende Zeitabschnitt muß einerseits genügend Zeit für die gewissenhafte Sammlung und Durcharbeitung der Unterlagen bieten und andererseits verhüten, daß die Zahlen inzwischen veralten.

Der Sinn dieser ganzen Betrachtung des Kaufkraftindexes ist, mit seiner Hilfe das Kaufkraftrisiko aus dem Kreditleben auszuschalten. Zu dem Zwecke müssen die Kredite an den Index der allgemeinen Kaufkraft des Geldes gebunden werden. Für alle neuen Kredite, gleichgültig ob sie kurz- oder langfristig gewährt werden, ist der Anschluß an den Index gesetzlich zu erzwingen. Bei den bereits bestehenden Kreditverhältnissen ist konsequenterweise ebenfalls der Indexkredit zu fordern. Allerdings hat dann vor der Umwandlung des

---

eines Dollars ergeben. Vgl. Fisher, „Der schwankende Geldwert", Berlin 1924, S. 30. Ein Angleichen an Gewichtsverschiebungen dieser Güter für die Wirtschaft ist nicht möglich, ohne daß der Korb von Grund auf neu gepackt wird. Die zeitraubenden Vorarbeiten müssen bei Bedürfnisverschiebungen also immer wieder neu erfolgen. Bei unserer Methode bleibt die Berechnung der Einzelindizes immer die gleiche. Bei Bedürfnisverschiebungen (an Hand des Umsatzes festzustellen), wird nur der Einfluß des betr. Einzelindexes verstärkt bzw. vermindert.

nominellgebundenen Kredites in den Indexkredit eine Umwertung auf die ursprüngliche Kaufkraft der Kreditsumme zur Zeit der Kreditgewährung zu erfolgen. Dann lauten in Zukunft alle Kredite nicht mehr auf bestimmte Geldsummen, sondern werden in Kaufkrafteinheiten ausgedrückt. Bei der Kredithergabe wird die übergebene Geldsumme mit Hilfe des offiziellen Kaufkraftindexes in Kaufkrafteinheiten umgerechnet und bleibt für die ganze Laufzeit des Kredites in dieser Rechengröße konstant. Die Zinszahlung erfolgt zum ausgemachten Zinsfuß auf den Tageswert des Kredites in Währungsgeld am Tage der Fälligkeit des Zinses. Soll der Kredit zurückgezahlt werden, so wird der Kaufkraftkredit zu dem dann gültigen Index in die Landeswährung umgerechnet und die so festgestellte nominelle Geldsumme bezahlt.

γ) Auswirkungen des Indexkredites.

Mit der allgemeinen Einführung des Indexkredites ist das heute mit jedem Kredit von Debitor und Kreditor zwangsweise übernommene Kaufkraftrisiko aus dem Kreditleben endgültig ausgeschaltet und die Wirtschaft von einem großen Unruhefaktor befreit. Dann erhält nämlich der Kreditgeber nach Ablauf der Kreditfrist u. U. zwar nicht dieselbe nominelle Geldsumme[110]), stets aber dieselbe allgemeine Kaufkraft im Gütermarkt zurück, die er seinerzeit beim Abschluß des Kreditgeschäftes dem Kreditnehmer überlassen hat. Auf der anderen Seite liefert der Debitor ebenfalls die gleiche Menge an Kaufkraft zurück, die er zu Beginn der Kreditfrist erhalten hat. So sind beide Kontrahenten vor der Verlustgefahr aus der Kaufkraftänderung nominell gebundener Kredite bewahrt, weil es diese in der Wirtschaft nicht mehr gibt.

Betrachten wir einmal die Auswirkungen eines Indexkredites bei den Kaufkraftveränderungen des Geldes in unseren beiden Beispielen. Im ersten Fall[111]), der von der tatsächlichen Entwicklung der Jahre 1931—1933 ausgeht, zeigt der Kaufkraftindex[112]) folgende Werte (Januar 1931 = 100):

	1931	1932	1933
Januar	100,0	86,8	79,0
April	98,7	85,4	78,6
Juli	97,0	83,2	81,5
Oktober	93,0	81,9	83,1

[110]) Dieselbe Geldsumme erhält er nur dann, wenn der Index sich inzwischen nicht geändert hat oder wieder auf den ursprünglichen Stand zurückgekehrt ist.

[111]) Vgl. oben S. 130f.

[112]) Wenn wir einmal den Großhandelsindex (Gesamtindex) als Index der allgemeinen Kaufkraft ansehen.

Würde nun im Januar 1931 ein Kredit von 100 Kaufkrafteinheiten gegeben worden sein, so machte er an diesem Zeitpunkt 100 RM aus. Am Zinstermin Januar 1932 wurden 6% Zinsen fällig, die diesmal bei einem Indexstand von 86,8 naturgemäß vom Tageswert des Kredites, nämlich 86,80 RM berechnet worden wäre und demnach 5,21 RM betragen hätten. Im Januar 1933 zeigte der Index einen Stand von 79, die fälligen Zinsen machten entsprechend 4,74 RM aus, während die Rückzahlung des gesamten Kredites in der Zahlung von 79 RM erfolgt wäre. Wie wir sehen, wären an jedem Zinstermin und bei der Rückzahlung zwar jedesmal eine andere nominelle Geldsumme zu zahlen gewesen, die Zinsen hätten aber stets 6% und die Rückzahlung 100% der ursprünglichen gewährten Kaufkraft ausgemacht.

Das zweite Beispiel[113]) zeigte die Konstruktion einer entgegengesetzten Kaufkraftentwicklung in den Jahren I bis III. Die Preise des Ausgangszeitpunktes = 100 eingesetzt ergeben demgemäß für

	Jahr I	Jahr II	Jahr III
Januar	100,0	109,9	126,6
April	103,6	117,7	127,2
Juli	105,4	122,7	122,9
Oktober	108,1	124,9	120,3

Auch hier hätte die nominelle Geldsumme der Kredithergabe im Januar I beim Stand des Kaufkraftindexes von 100 den Betrag von 100 RM ausgemacht. Die 6% Zinsen auf den Tageswert des Januar II mit 109,9 würden demnach 6,59 RM betragen und im Januar III bei einem Kaufkraftindex von 126,6 entsprechend 7,60 RM. Zur Rückzahlung der 100 Kaufkrafteinheiten des Kredites müßte der Debitor 126,60 RM aufwenden. In jedem Fall hätte er aber die seinerzeit ausgemachten vertraglichen Leistungen in der von ihm und dem Kreditor tatsächlich gewollten Kaufkraft aufbringen müssen.

Sowohl bei Kaufkraftsteigerung als auch bei Kaufkraftsenkung des Geldes bezahlt der Kreditnehmer und erhält der Kreditgeber somit beim Indexkredit stets dieselbe Kaufkraft zurück, die seinerzeit bei der Kredithergabe gewährt worden ist. Das Kreditleben ist damit vom Kaufkraftrisiko befreit, soweit dieses aus den Schwankungen der allgemeinen Kaufkraft des Geldes im Realgütermarkt entsteht. Die zurückgezahlte Geldsumme ist in ihrer nominellen Höhe zwar vielleicht eine andere als bei der Kreditgewährung hingegeben worden ist, sie

---

[113]) Vgl. oben S. 134f. Dieser Konstruktion liegt die Annahme zugrunde, daß sich die Kaufkraft des Geldes in den Jahren I—III genau umgekehrt wie in den Jahren 1931—1933 entwickeln würde.

repräsentiert aber immer die gleiche Kaufkraft im Gütermarkt. — Die wirtschaftliche Stellung beider Kreditpartner ist gewahrt.

Dagegen kann und soll das Risiko der speziellen Preisveränderungen der Kreditverwendung durch den Indexkredit nicht ausgemerzt werden. Der Unternehmer soll bei günstiger Entwicklung die Früchte seiner besonderen Fähigkeiten selbst ernten und diese nicht mit dem Kreditgeber teilen müssen. Auf der anderen Seite aber müssen den Debitor die Folgen einer wirtschaftlichen Kapitalfehlleitung voll und ganz treffen, um ihn von verantwortungslosem Verwenden der erhaltenen Kreditmittel zurückzuhalten. Außerdem macht ja gerade das Übernehmen individueller Vermögensrisiken das Wesen des Unternehmens aus.

Daß dem Kreditgeber und dem Kreditnehmer mit der Einführung des Indexkredites das allgemeine Kaufkraftrisiko abgenommen wird, ist durchaus billig, müssen sie doch unter den heutigen Verhältnissen des nominell gebundenen Kredites dieses Risiko übernehmen, ohne sich ihm wirklich wirkungsvoll entziehen zu können[114]). In allen anderen Fällen ist es den Unternehmern immer freigestellt, ob sie ein spekulatives Geschäft abschließen wollen oder nicht. Nur hier am Kreditmarkt werden sie durch die Kaufkraftänderungen des Geldes zwangsweise zu Spekulanten. Noch wesentlicher ist aber, daß die gesamte Wirtschaft jetzt unter den Auswirkungen des Kaufkraftrisikos leiden muß. Wir haben oben schon festgestellt, daß viele Kredite gerade erst durch die Kaufkraftsteigerung der nominellen Kreditsumme notleidend werden und zum Zusammenbruch des Debitors führen. Bei jeder Zwangsvollstreckung werden aber wirtschaftliche Werte verschleudert, was die wirtschaftliche Weiterentwicklung hemmend beeinflußt und häufig neue Zusammenbrüche — insbesondere der geschädigten Kreditgeber — nach sich zieht. Um diese Nachteile zu vermeiden, hat man einen weitgehenden Vollstreckungsschutz eingerichtet, der seinerseits aber ebenfalls lähmend auf die Wirtschaft einwirkt. Der Vollstreckungsschutz richtet sich im Enderfolg auch gegen den Geschützten selbst. Viele Kreditgeschäfte kommen nämlich nicht zum Abschluß, weil der Kreditgeber aus Angst vor dem Einfrieren des Kredites sich für das Horten der Geldmittel entscheidet, trotzdem er damit bewußt auf Zins-

---

[114]) Nur die Tageswertrechnung in Verbindung mit dem wirklich durchgeführten Prinzip der Wertgleichheit könnte hier helfen. Die praktische Durchführung der Wertgleichheit stößt jedoch auf große Schwierigkeiten, während die Tageswertrechnung erst dann ganz konsequent ist, wenn sie die Anschaffungswerte der nominell gebundenen Vermögens- und Schuldteile ebenfalls in Tageswerte umwandelt, wie es der Indexkredit ermöglicht.

genuß verzichten muß. Mit der Einführung des Indexkredites werden alle diese Schädigungen der Wirtschaft aufhören, soweit sie in ihrem Ursprung auf Kaufkraftänderungen des Geldes zurückgehen.

Noch auf einem anderen Gebiet wird sich der Indexkredit günstig auf die Wirtschaft auswirken. Es handelt sich hier um die Scheingewinn- und Scheinverlustrechnung bei Geschäften, die mit Krediten finanziert worden sind. Bei einem Kreditgeschäft kann für die Gesamtwirtschaft kein Einkommen entstehen. Die Zinsen sind das Einkommen des Kreditgebers, vermindern aber entsprechend das Einkommen des Kreditnehmers aus dem mit Kredit finanzierten Geschäft. Bei Kaufkraftsenkung der nominellen Kreditsumme errechnet der Kreditnehmer auch ohne Umsatztätigkeit — allein aus dem Kredit — ein für ihn tatsächliches Einkommen im Ausmaß der Kaufkraftsenkung = Preissteigerung der für den Kredit gekauften Warenmenge, abzüglich seiner Zinszahlungen. Der Kreditgeber erleidet effektiv einen ebenso großen Verlust, den er aber bei der nominellen Denkungsweise überhaupt nicht sieht. Demgemäß führt er dem Konsum Scheineinkommen zu und wirkt so stimulierend auf die Industriekonjunktur ein.

Bei einer Kaufkraftsteigerung der nominellen Kreditsumme stellt der Debitor aus der Wertverminderung seiner Realgüter einen für ihn tatsächlichen Verlust fest. Demgegenüber hat der Kreditor einen Gewinn aus der Kaufkraftsteigerung des Geldes, den er aber aus der nominellen Rechnung heraus wieder nicht sieht. Während nun der Kreditnehmer seinen Verlust als Minuseinkommen dem Konsum vorenthält, weist der Kreditgeber nur die nominellen Zinssummen als Einkommen aus und führt den Kaufkraftgewinn nicht dem Einkommensfonds zu. So wird künstlich der Einkommensfonds der Wirtschaft vermindert, was eine Verstärkung der Krise der Industriekonjunktur zur Folge hat.

Der Indexkredit vermeidet diese Sondergewinne und Sonderverluste aus der Kaufkraftveränderung des Geldes. Damit wird auch die hieraus entstehende Fehlrechnung verhindert, die ihrerseits Anlaß zu verstärkter Wellenbewegung der Industriekonjunktur wird. Im Grunde genommen ist der Indexkredit nur eine konsequente Ausdehnung des Tageswertgedankens auf die Geldwerte. So ermöglicht und erzwingt die allgemeine Einführung des Indexkredites auch die praktische Durchführung der Tageswertrechnung in der Bestands- und der Erfolgsrechnung der Unternehmung. Alle Geldwerte, das sind die bisher nominell gebundenen Vermögens- und Schuldteile, werden bei der Einführung des Indexes — eventuell nach vorheriger Umwertung auf die ursprüngliche Kaufkraft — auf Kaufkrafteinheiten umgerechnet. Diese rechnerische Größe bleibt in Zukunft stabil, abgesehen von Verlusten. Die

Bilanzierung geschieht dann durch Umrechnung der Rechengröße in die Landeswährung mit Hilfe der Indexzahl des Bilanzstichtages. Die so erhaltenen Werte stellen nicht mehr einen Anschaffungswert der Vergangenheit, sondern den Tageswert dieser Vermögens- und Schuldteile am Bilanzstichtage dar und können daher auch ohne weiteres mit den Tageswerten der Warenbestände, Anlagen usw. verglichen werden. Es ist eine Selbstverständlichkeit, daß wir bei der Bilanz den Tageswerten der Kredite keine Anschaffungswerte anderer Vermögens- und Schuldteile gegenüberstellen können. Eine solche Zwiespältigkeit in der Rechnungsführung müßte notwendig zu schiefen Ergebnissen führen. So muß die Einführung des Indexkredites zum allgemeinen Übergang der Praxis zur Tageswertrechnung führen.

Als weitere Folge des Indexkredites wird vermutlich in Aufschwungzeiten ein Abnehmen der Geldhortung eintreten, weil sich die Besitzer durch Anlage ihrer flüssigen Mittel in Krediten den Wirkungen der Kaufkraftverschlechterung des Geldes entziehen können. Allerdings besteht die Gefahr, daß die Thesaurierung von Geldmitteln in Krisenzeiten, also bei steigender Kaufkraft noch stärker als bisher in Erscheinung treten wird. Eine Gefahr, die jedoch erst bei dauernd fortschreeitender Krise akut werden wird, da vermutlich erst aus der Erfahrung bereits eingetretener Kaufkraftsteigerung des nominellen Geldes die Geldhortung praktisch werden wird. Die Krise der Industriekonjunktur aber wird mit Hilfe der Tageswertrechnung ausgeschaltet sein und damit das Absinken der Preise und die entsprechende Kaufkraftsteigerung des Geldes unmöglich gemacht, soweit sie nicht aus kreislauffremden Ursachen entstehen.

Auf der anderen Seite wird der jetzt bestehende starke Anreiz zur Ausweitung der Produktion durch Kreditaufnahme in der Zeit des Konjunkturanstiegs wegfallen. Denn der mit Kredit arbeitende Unternehmer wird dann nicht mehr die Möglichkeit haben, aus den steigenden Warenpreisen bei nominell gebundenen Kreditsummen Sondergewinne zu erzielen. Wenn so der Hochschwung der Konjunktur abgedämpft worden ist, muß notwendig auch das Absinken der Wirtschaft in der Krise eingedämmt sein. Der eigentliche Zweck des Indexkredites im Anschluß an die allgemeine Kaufkraft des Geldes ist das Ausschalten des Kaufkraftrisikos aus unserem Kreditsystem. Wir glauben aber auch mit seiner Hilfe eine weitgehende Dämpfung der Wellenhöhe und ein Verlangsamen des Wellenschlages der Konjunkturen zu erreichen, ja im Verein mit der Tageswertrechnung die ganze Industriekonjunktur im Wirtschaftsleben zu überwinden.

Die Berechtigung zur Aufstellung unseres Kaufkraftindexes und des Abhängigmachens der Kredite von seinen Schwankungen leiten wir

ab von der Tatsache, daß das Geld nicht Selbstzweck, sondern zunächst nur ein allgemein gültiges Tauschmittel zur Ermöglichung des Güterverkehrs ist. Wir nehmen damit dem Geld keine seiner Funktionen; es bleibt weiterhin allgemeines Tauschmittel und ebenso bleibt es Preisausdrucksmittel. Auch soweit das Geld heute noch die Funktionen eines Wertaufbewahrungsmittels erfüllt, braucht hieran nichts geändert zu werden. Wir sagten, soweit das Geld die letztere Funktion noch erfüllt. Tatsächlich ist dies nur mehr zu einem kleinen Teil der Fall, nämlich nur so lange, als es denselben Wert = die gleiche Kaufkraft im Realgütermarkt behält. Im Grunde tun wir mit der Einführung des Kaufkraftindexes nichts anderes, als die auch jetzt wirklich vorhandenen Veränderungen des Geldwertes aufzeichnen. Der Anschluß der Kredite an diesen Index, und die Veränderung ihrer nominellen Höhe entsprechend seinen Schwankungen, befreit das Kreditleben von dem Kaufkraftrisiko und seinen Auswirkungen, die zum Beispiel in der deutschen Inflation zur fast völligen Enteignung weiter Volkskreise geführt haben. Die gesamte Wirtschaft wird so von einem starken Unruhefaktor befreit[115]). Ebenso wird die Möglichkeit der Fehlrechnungen aus Anlaß der Kaufkraftverschiebungen der Kredite mit ihren ganzen konjunkturmäßigen Folgen ausgeschaltet. Außerdem wird durch den Indexkredit die restlose Durchführung der Tageswertrechnung zur Bekämpfung der Industriekonjunktur ermöglicht, ja geradezu erzwungen.

---

[115]) Vgl. Schmidt, „Die organische Tageswertbilanz", 3. Aufl. Leipzig 1929, S. 125. Hier wird die Anleiheform des Indexkredites „vom Standpunkt der Theorie" als „die einzig richtige" anerkannt. Wir hoffen hier eine praktische Durchführungsmöglichkeit aufgezeigt zu haben. Auch Mahlberg steht auf dem Boden des Indexkredites, wie sein „Reformvorschlag 1" in seinem Vortrag „Kapitalleitung und Arbeitslosigkeit", gehalten vor den RKW, im Druck Leipzig 1931, S. 5, zeigt. Dieser Vorschlag lautet „Gewöhnung des Verkehrs an die Indexberücksichtigung bei langfristigen Verträgen und Krediten".

D. Zusammenfassung der Ergebnisse.

Sinn und Zweck der vorliegenden Arbeit ist die Untersuchung der Risikoprobleme, die im Kreditleben auftreten und hier großen Einfluß erlangen können. Es sind dies das Vertrags-Erfüllungs-, das Zins- und das Kaufkraftrisiko. Auf Grund der Erkenntnisse der Quellen der Risiken und ihrer Auswirkungen im Kredit sind die Möglichkeiten ihrer Bekämpfung, vor allem auch auf Durchführung und Erfolgsaussichten untersucht worden.

Insbesondere das Vertrags-Erfüllungs-Risiko wirkt sich durch die für seine Übernahme vom Kreditgeber berechnete Risikoprämie erhöhend auf den Zinssatz und damit auf die Kosten des Kreditnehmers aus. Soweit dieses Risiko in Deutschland aus den allgemeinen Wirtschaftsverhältnissen resultierte, hat sich die Stabilisierung der politischen Verhältnisse bereits vermindernd ausgewirkt. Die mit Tatkraft in Angriff genommenen Bereinigungs- und Aufbaumaßnahmen der neuen Regierung sind ebenfalls in dieser Richtung wirksam geworden. Der Erfolg zeigt sich im Absinken der Effektivverzinsung für öffentliche Anleihen von 9,2% Ende 1931 auf 6,32% Ende Februar 1934.

Dem Vertrags-Erfüllungs-Risiko, das aus den persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnissen des Kreditnehmers, sowie aus der Kreditverwendung erwächst, versucht sich die Praxis auf verschiedenen Wegen zu entziehen. Wir haben gesehen, daß die Risikoverteilung und seine Abwälzung auf Dritte nicht in der Lage sind, die Wirtschaft von diesem Risiko zu befreien oder es auch nur zu mildern. Für sich selbst glaubt der Kreditgeber, diesen Teil des Vertrags-Erfüllungs-Risikos durch reale Sicherung der Kreditsumme bekämpfen zu können. Bei unserer Untersuchung mußten wir aber feststellen, daß die meisten Sicherungsmittel in Wirklichkeit gar keine sind. Hinzu kommt noch die Gefahr, daß der Schuldner seine Realwerte bei mehreren Banken als Kreditunterlage benutzt. So entsteht das neue Problem: Wie ist eine „Sicherung der Kreditsicherung" möglich? Andererseits verleitet der Glaube an die Sicherheit der gedeckten Kredite sehr leicht zur Kapitalfehlleitung, da die Wirtschaftlichkeit der Kreditverwendung hier kaum einmal nachgeprüft wird.

Der beste und zugleich auch einfachste Weg der Bekämpfung des Vertrags-Erfüllungs-Risikos ist das Abwenden vom ungesunden Realkredit und die Rückkehr zum ertraggesicherten Personalkredit. Der Kredit, der auf Grund persönlicher Qualität des Kreditnehmers für eine wirtschaftlich richtige Verwendung gewährt wird, ist immer nur mit einem geringen Risiko belastet. Die für den Kreditbetrag gekauften Vermögensteile sind dann — auch ohne förmliche Zession — eine tatsächliche Kreditsicherung, aus deren Nutzung die Zinsen beglichen und aus deren Veräußerung der Kredit selbst vertragsgemäß zurückgezahlt werden kann.

Für kurzfristige Kredite ist in der Einrichtung des Wechsels eine zusätzliche Sicherung gegeben. Durch den Wechsel wird der Schuldner nicht nur zur tatsächlichen, sondern auch zur fristgemäßen Vertragserfüllung erzogen. Hinzu kommt die Haftung aller Indossanten des Wechsels; hier ist das eingegangene Risiko durch das stärkste Glied der Kette bestimmt. Andererseits stellt der Wechselkredit für den Schuldner auch die billigste Kreditbeschaffung dar, insbesondere wenn sein Akzept als „reichsbankfähig" anerkannt ist. Die Reichsbank sollte noch mehr als bisher bei zwei einwandfreien Unterschriften von dem Erfordernis einer dritten Unterschrift absehen, um so indirekt eine Kreditverbilligung herbeizuführen.

Ein Zinsrisiko kann aus den gleichzeitigen Zinsunterschieden an den Kreditmärkten entstehen. Seine Bekämpfung ist verhältnismäßig einfach. Voraussetzung ist bei allen Unternehmern am Kreditmarkt eine laufende Marktbeobachtung. Der Kreditor hat auf Grund der Marktbeobachtung eine möglichst genaue Zinskalkulation vorzunehmen, um zu erkennen, welcher der gebotenen Bruttosätze ihm den höchsten Nettozins bietet. Für den Debitor ist es notwendig, das in ihm selbst begründete Risiko möglichst zu vermindern, damit er in der Auswahl der Kreditgeber frei ist und sich die günstigste Kreditbeschaffung sichern kann.

Bei Schwankungen der Marktsätze während der Laufzeit des Kredites entsteht bei starr festgesetzten Zinssätzen das Risiko, daß bei gestiegenen Marktsätzen der Schuldner im bestehenden Kreditvertrag ungünstigere Zinssätze abgemacht hat als er bei der derzeitigen Marktlage erreichen könnte. Diese unmittelbaren Auswirkungen des Zinsrisikos sind in ihrer Wirkung begrenzt, da sie stets nur einen Teil des Zinses treffen. Der Schuldner hat bei langfristigen Kreditverträgen die Möglichkeit, das Risiko dadurch zu beschränken, daß er für sich ein Kündigungsrecht ausmacht. Er kann dann durch Konversion den Kreditzins den veränderten Marktverhältnissen anpassen.

Viel tiefgreifender sind aber die mittelbaren Folgen des Zinsrisikos auf den Barwert des Kredites. Ist nämlich der ausgemachte Zinssatz niedriger als der derzeit übliche Marktsatz, dann sinkt entsprechend der Barwert des Kredites selbst. Ganz besonders wirkt sich dieser Teil des Zinsrisikos auf langfristige Kredite aus. Für den Gläubiger kann es durch eine erhöhte Realisierungsmöglichkeit der Anleihestücke an der Börse beschränkt werden.

Eine gesamtwirtschaftliche Ausschaltung des Zinsrisikos wäre mit der Einführung gleitender Zinssätze gegeben. Leider treffen diese jedoch auf unüberwindliche technische Schwierigkeiten. Eine praktische Durchführung wird daher nicht möglich sein. So bleibt noch die Möglichkeit, das Zinsrisiko durch Ursachenbekämpfung auszuschalten oder doch abzudämpfen. Insbesondere durch Vermeidung der Industriekonjunktur mit Hilfe der Tageswertrechnung würde auch ein großer Teil der Zinsschwankungen wegfallen, wie sie bei den jetzigen Verhältnissen im Konjunkturverlauf auftreten.

Von allen im Kreditleben auftretenden Risiken erlangt das Kaufkraftrisiko die weitaus größte Bedeutung. Es ergreift zwangsläufig alle Kredite ohne Unterschied der Kreditpartner und etwaiger Sicherheiten. Bei nomineller Gebundenheit der Kredite entsteht es aus der Kaufkraftänderung des Geldes im Realgütermarkt.

Trotz seiner ungeheuren Wichtigkeit für die Gesamtwirtschaft ist dieses Risiko kaum einmal richtig erkannt worden, weil man die nominelle Werterhaltung der Kredite fälschlich für die tatsächliche hält. Erst Professor Schmidt hat uns mit dem Tageswertgedanken auch die Erkenntnis gebracht, daß die nominelle Werterhaltung unwesentlich ist, dagegen die Erhaltung der Stellung im Realgütermarkt alles bedeutet.

Um sich den Wirkungen des Kaufkraftrisikos zu entziehen, besteht für den einzelnen Unternehmer nur die Möglichkeit, das Prinzip der Wertgleichheit der geldgebundenen Vermögens- und Schuldteile durchzuführen. Allerdings kann die Wertgleichheit nur dann wirksam werden, wenn sie nicht nur dem Umfange nach, sondern auch in der absoluten Harmonie der Fristen durchgeführt wird. Darüber hinaus wird nur eine bei allen Gliedern der Wirtschaft vollständig beachtete Wertgleichheit das Kaufkraftrisiko tatsächlich ausschalten können.

Die zentrale Bekämpfung des Kaufkraftrisikos kann in zwei Richtungen erfolgen. Einmal kann versucht werden, die Kaufkraft des Geldes dauernd stabil zu halten. Wesentlich ist hierfür das Vermeiden der Ursachen der Kaufkraftänderung des Geldes wie Inflation, Deflation und Zwangseingriffe in die Preisgestaltung. Wichtiger noch ist das Verhüten der großen Preisveränderungen im Konjunktur-

ablauf durch positive Bekämpfung der Industriekonjunktur. Das Mittel hierzu ist uns in der Tageswertrechnung gegeben, die, allgemein eingeführt die starken Schwankungen der Industriekonjunktur aus der Wirtschaft ausschalten würde. In den Vereinigten Staaten versucht man zur Zeit die Preise durch eine Indexwährung stabil zu halten. Aber eine solche Währung trifft auf große Schwierigkeiten, welche uns die Möglichkeit ihrer Durchführung zweifelhaft erscheinen lassen.

Der Kampf kann sich aber auch gegen die andere Voraussetzung des Kaufkraftrisikos richten. Es ist dies die nominelle Gebundenheit der Kredite. Bereits nach der Inflation haben wir eine nachträgliche Korrektur der Kredite durch Umwertung erlebt. Aus Anlaß der Preissenkungen und damit der Kaufkraftsteigerung des Geldes in den letzten Jahren sind verschiedentlich Vorschläge einer Kreditabwertung gemacht worden. Sowohl die Aufwertung als auch die Vorschläge einer Abwertung enden jedoch wieder in einer neuerlichen Bindung der Kredite am nominellen Gelde. Sie können daher nur die bereits eingetretene Kaufkraftänderung bereinigen, unterwerfen aber die Kredite sofort wieder dem Kaufkraftrisiko. Schon die nächste Verschiebung der allgemeinen Kaufkraft des Geldes wirkt sich wieder unvermindert auf die Kredite aus.

So kommen wir zu dem Vorschlag, die Kredite ganz von der Bindung an nominelle Geldsummen zu befreien und sie an einen Index der allgemeinen Kaufkraft im Realgütermarkt zu ketten. Ist dies der Fall, dann stellt der Kredit zu Beginn, an jedem Fälligkeitstage der Zinsen und am Rückzahlungstermin zwar nicht unbedingt dieselbe Geldsumme, stets aber die gleiche Kaufkraft dar. Somit ist statt der nominellen die tatsächliche Werterhaltung des Kredites für jeden Zeitpunkt gewährleistet. Im Grunde genommen ist der Indexkredit weiter nichts als eine Übertragung des Tageswertgedankens auf das Kreditleben. Der Übergang zum Indexkredit würde notwendig zur Tageswertrechnung im gesamten Wirtschaftsleben führen. Damit würde auch zugleich die andere Ursache des Kaufkraftrisikos, die starken Preisveränderungen im Ablauf der Industriekonjunktur, wirksam bekämpft werden.

Lebenslauf.

Geboren am 28. Mai 1906 in Trier als Sohn des Kaufmanns Hubert Prim. 1912—1916 Besuch der Grundschule, dann des Humanistischen Kaiser-Wilhelms-Gymnasium in Trier bis zur Obersekundareife Ostern 1922. 1922—1924 städtische Höhere Handels-Schule in Trier. Anschließend praktische kaufmännische Tätigkeit im väterlichen Geschäft bis zum 31. Oktober 1926. Winter-Semester 1926/27 an der Technischen Hochschule München. Seit dem Sommer-Semester 1927 immatrikuliert an der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Frankfurt a. M. Oktober 1927 Sonderreifeprüfung. Mai 1931 kaufmännische Diplomprüfung an der Universität Frankfurt mit gut. Dann kaufmännische Praxis in Trier. 1933 Studienaufenthalt in den Vereinigten Staaten. Am 30. und 31. Juli sowie am 1. August 1934 Ablegung der mündlichen Doktorprüfung an der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Johann-Wolfgang-Goethe-Universität Frankfurt a. M. mit dem Prädikat sehr gut.

Josef Prim.